



Wordcloud: communes présentant les loyers proposés moyens les plus élevés par m<sup>2</sup>. Plus les loyers sont hauts, plus grandes sont les lettres du nom de la commune. Seules sont prises en compte les communes avec plus de 10 annonces publiées depuis début 2022.

Source: Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

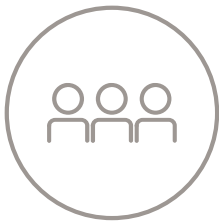
# Immobilier Suisse – 3T 2023

## Le feu couve



## **Editeur: Raiffeisen Schweiz Genossenschaft**

Raiffeisen Economic Research  
Fredy Hasenmaile  
Economiste en chef  
The Circle 66  
8058 Zurich-aéroport



## **Auteurs**

Michel Fleury  
Francis Schwartz  
Domagoj Arapovic

[economic-research@raiffeisen.ch](mailto:economic-research@raiffeisen.ch)



## **Autres publications de Raiffeisen**

Vous pouvez vous abonner à la présente publication et à d'autres de Raiffeisen en cliquant ici.

[Lien direct vers le site Web](#)

## Table des matières

---



### **Editorial**

Le feu couve	4
Aperçu du marché	6



### **Environnement de marché**

Conditions-cadre économiques	7
Marché hypothécaire	8
Placements immobiliers	9



### **Segments du marché**

Propriété	10
Locatif	13
Surfaces de vente	17



### **Gros plan**

Y a-t-il de meilleurs bailleurs?	19
----------------------------------	----



### **Annexe**

Types de communes et régions	26
Abréviations utilisées	27

Chères lectrices et chers lecteurs,

Y a-t-il de « meilleurs bailleurs »? Ceux qui mettent à disposition un logement attrayant à moindre coût? C'est une question brûlante d'actualité, car le feu couve sur le marché locatif suisse. Les loyers sont déjà en forte hausse: fini le temps (2016-2021) où la croissance des loyers du marché végétait à moins de 1% par an et chutait même en zone négative. A l'époque, le paysage immobilier était marqué par des vacances élevées et la pénurie de logement n'affectait que les grands centres. Depuis 2019, les permis de construire de logements locatifs sont en recul, ce qui se traduit progressivement par la baisse de l'offre. En revanche, la demande a progressé, tirée par l'immigration, le télétravail et un nombre supérieur à la moyenne de créations de ménages. Le déséquilibre commence progressivement à se répercuter sur les loyers. Selon les chiffres de Homegate, la croissance annualisée des loyers proposés a déjà atteint le seuil de 3%. Rien d'étonnant donc à ce que le débat public autour du fonctionnement de notre marché du logement locatif s'enflamme à nouveau. Alors que certains mettront en avant la réglementation excessive qui fait fuir les investisseurs, d'autres voient en la construction de logements d'utilité publique réclamée par le grand public la recette miracle pour maintenir les logements à des prix abordables.

### **Un logement abordable n'est pas gratuit pour autant**

En effet, nos analyses montrent que les logements proposés par le secteur public et les coopératives sont supérieurs en termes de coûts et d'efficacité de surface à ceux proposés par les prestataires institutionnels et privés. Par ailleurs, conformément aux souhaits, ces logements abordables sont plus souvent occupés par des ménages à faibles revenus. Or, le revers de la médaille est que cet encouragement à la construction de logements n'est pas gratuit. Les mesures de soutien et les subventions, quelle que soit leur forme, ont un coût pour le contribuable. Quasiment tous ceux qui n'ont pas accès à un tel logement, financent donc indirectement les avantages d'autres locataires. Il n'y a rien à redire aussi longtemps que ce sont des ménages modestes qui en profitent, même si ce soutien se fait au prix d'importants effets d'entraînement. Or, près de la moitié des locataires de logements coopératifs sont issus des trois quintiles de revenus supérieurs et n'auraient pas besoin d'aides. Aussi longtemps qu'il n'y a pas de transparence sur l'ampleur des subventions indirectes et que l'on ne démontre pas clairement pourquoi l'encouragement ciblé et spécifique au sujet – donc le soutien direct aux ménages à faibles revenus – ne permettrait pas d'obtenir de meilleurs résultats, les bailleurs de logement d'utilité publique resteront les «meilleurs» bailleurs, même si ce n'est qu'au premier regard.

### **Les hausses de loyers actuelles ne sont que le début**

Les services de conciliation des baux sont actuellement submergés de demandes d'opposition aux hausses de loyers. Et ce n'est pas prêt de se calmer, car le prochain relèvement du taux de référence hypothécaire est pour bientôt. Un nombre encore plus grand de locataires recevra alors un courrier peu réjouissant annonçant des hausses de loyer au 1<sup>er</sup> avril 2024. Notre modèle prédit une nouvelle hausse d'ici fin 2024, au plus tard début 2025. Comme les bailleurs utilisent la hausse des loyers pour répercuter le renchérissement cumulé, les loyers concernés augmentent souvent plus que la hausse de 3% prévue à chaque resserrement. L'année prochaine, la hausse officielle des loyers devrait par conséquent passer à 8% selon les estimations. Or, les bailleurs ne parviennent à imposer leurs exigences que parce que le marché du logement locatif est asséché et que les locataires ne peuvent pas tout simplement déménager dans un autre logement plus abordable. Dans leur ensemble, les locataires profiteraient bien plus d'une hausse du nombre de logements que de l'encouragement de la construction de logements d'utilité publique. Seul le rétablissement d'un équilibre entre offre et demande pourra faire barrage à la hausse des loyers. Pour ce faire, il faut davantage d'incitations pour tous les bailleurs. Enfin, la crise du logement qui s'annonce ne pourra être évitée qu'à partir du moment où les investisseurs institutionnels, les particuliers, les coopératives et tous les autres bailleurs parviennent à livrer rapidement un plus grand nombre de logements.

### **Ce qui doit couler, va couler**

Malgré le recul notable de la demande et une offre nettement plus liquide, l'apaisement de la dynamique des prix sur le marché suisse de la propriété se fait toujours attendre. Récemment, la hausse des prix dépassait toujours 5% sur une base annuelle. En théorie, le revirement des taux devrait exercer une pression sur le niveau des prix. Mais pour l'instant, ce n'est pas encore perceptible. Certes les acheteurs gagnent progressivement en pouvoir de négociation, mais comme les vendeurs trouvent généralement preneurs, ils n'ont pas encore vraiment revu leurs attentes de prix. Le recul du nombre de transactions semble toutefois indiquer qu'il y a des divergences croissantes à cet égard. Le nombre croissant d'annonces retirées sur les portails immobiliers pourrait également être interprété comme le retrait des annonces par un nombre croissant de vendeurs ne trouvant pas preneurs. Par conséquent, la pression des prix est-elle seulement reportée et non levée? Notre réponse est clairement oui, car le marché de la propriété est connu pour la longueur de ses processus d'adaptation. Ainsi, il a fallu attendre 2015/2016 pour que la réglementation du financement hypothécaire de la propriété renforcée en 2012 et 2014, mette un terme à la hausse des prix. Nous partons par conséquent du principe que les prix de la propriété connaîtront un certain ajustement à partir de 2024. Les prix proposés de la propriété ont d'ailleurs déjà réagi et connaissent à présent une évolution latérale. En tous cas, les reculs de prix attendus seront modérés, en raison de l'offre limitée. Le malheur des locataires fait le bonheur des propriétaires!

Je vous souhaite une agréable lecture de l'étude réalisée par mon équipe!

Fredy Hasenmaile  
Économiste en chef de Raiffeisen Suisse

## Environnement de marché

---

### Demande

---



**Population:** Au cours des cinq premiers mois de 2023, le solde migratoire international de la population étrangère résidante permanente en Suisse a progressé de plus de 20% en glissement annuel. Si cette dynamique se maintient, d'ici la fin de l'année, le record actuel datant de 2008 pourrait être battu.



**PIB:** Alors que le ciel conjoncturel s'assombrit en raison de l'effet progressivement sensible de la hausse des taux, nous misons toujours sur une croissance respectable de près de 1% du PIB en 2023 pour la Suisse.



**Revenus:** La forte croissance de l'emploi entraîne une augmentation des revenus nationaux réels agrégés – malgré les hausses des salaires nominaux inférieurs aux taux d'inflation. Les pertes de pouvoir d'achat modérées en comparaison internationale maintiennent la demande immobilière à un niveau élevé en Suisse.



**Environnement de financement:** La BNS signale une nouvelle hausse des taux directeurs à au moins 2% en septembre. Au plus tard à ce moment-là, le pic des taux devrait être atteint. Cette hausse est anticipée dans les conditions d'octroi des hypothèques fixes, n'augurant donc d'aucun changement notable des conditions de financement, à la différence des hypothèques du marché monétaire.



**Placements:** Les perspectives de hausses des recettes locatives préserve le marché des biens de placement à l'encontre d'effondrements de prix majeurs. Des corrections de prix modérées ont toutefois déjà eu lieu dans certains segments et régions où se produiront encore prochainement.

### Offre

---



**Activité de construction:** Il n'y a toujours pas de signes d'un déclenchement prochain de l'offensive de construction qui s'impose pourtant de toute urgence. L'offre de logements ne pourra donc de loin pas répondre à la demande toujours aussi élevée.



**Vacances:** Le taux d'offre des logements locatifs continue de reculer à grands pas. Que le taux de vacance ne chutera pas sous 1% en septembre est uniquement lié au fait qu'actuellement un peu plus de propriétaires tirent profit de conditions favorables pour proposer leur bien à la vente.

### Perspectives de prix

---



**Propriété:** La hausse des taux pèse sur la demande de propriété. En même temps, il y a de nouveau un peu plus de biens existants qui arrivent sur le marché. Selon les indicateurs avancés, les prix au cours des prochains trimestres devraient plutôt légèrement baisser que continuer à augmenter.



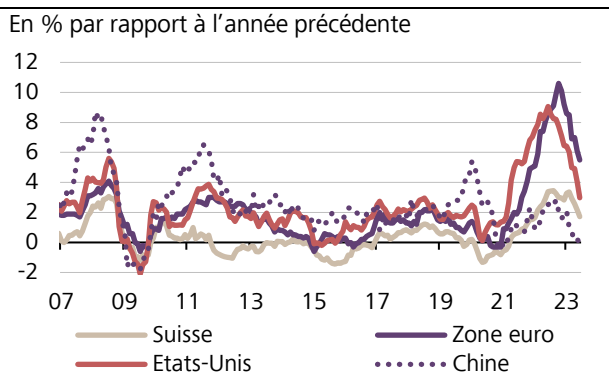
**Loyers:** En raison du niveau toujours élevé des taux, le taux d'intérêt de référence hypothécaire devrait de nouveau augmenter en décembre. Outre la hausse concomitante des loyers existants, la pénurie de logements en progression continue exerce aussi une pression haussière sur les loyers proposés.

# Conditions-cadre économiques

L'inflation a certes nettement baissé, mais son niveau est toujours trop élevé et empêche ainsi le rétablissement rapide du pouvoir d'achat. Par ailleurs, la conjoncture continue d'affronter des vents contraires en raison des effets retardés des relèvements rapides des taux. Il en résulte une baisse de la croissance en Suisse, même si le risque de récession demeure comparativement faible.



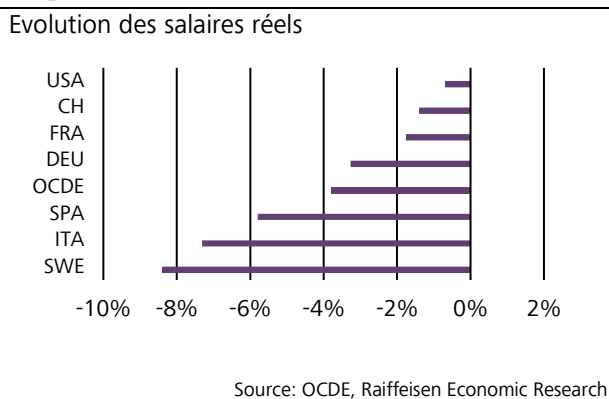
## Prix à la consommation



L'économie mondiale affiche toujours une croissance supérieure à la moyenne en raison de la crise persistante de la cherté de la vie et des taux plus élevés. Certes, l'inflation a baissé grâce à l'effondrement des cours de l'énergie, mais reste élevée dans bien des régions, empêchant ainsi le rétablissement rapide des salaires réels. Les pertes de pouvoir d'achat cumulées ces deux dernières années restent importantes et freinent de plus en plus la propension à consommer, notamment car l'épargne excédentaire de la période de la pandémie s'épuise tout doucement. Seule la Chine est épargnée par l'inflation, même si son économie est minée par de nombreux autres problèmes, comme par ex. la crise immobilière.



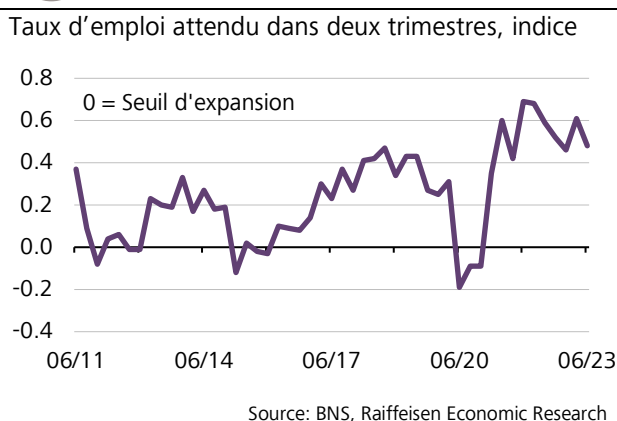
## Pertes de pouvoir d'achat



Les marchés du travail sont certes encore en bonne santé, mais nous anticipons un ralentissement plus marqué à l'avenir, notamment dans le secteur tertiaire, qui résiste mieux que l'industrie. Car la hausse rapide et forte des taux ne se répercute que progressivement sur la conjoncture. Dans la zone euro, la demande de crédit a récemment encore nettement baissé. Aux Etats-Unis, la détérioration de l'octroi de crédit après les troubles dans le secteur des banques régionales n'a pas été aussi prononcée que beaucoup le craignait, mais la demande de crédit y baisse aussi progressivement. Dans un contexte de revirement de tendance sur le marché du crédit, les risques conjoncturels restent élevés.



## Marché du travail suisse



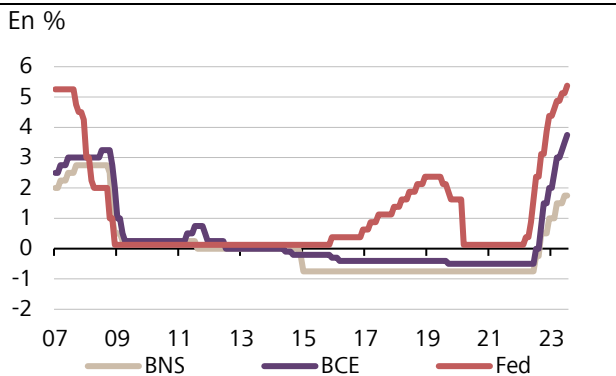
En Suisse aussi, la croissance ralentit, en particulier au niveau des exportations où les carnets de commande se vident dans de nombreux secteurs. Par conséquent, la plupart des entreprises industrielles ne prévoit pas de recruter même si les projets d'embauche demeurent expansifs ailleurs selon les contacts commerciaux de la BNS. Cela contribue à stabiliser la consommation privée, au même titre que le niveau élevé de l'immigration. Nous estimons donc que le risque de récession est toujours réduit et que la Banque nationale peut continuer à se consacrer pleinement à la lutte contre l'inflation.

# Marché hypothécaire

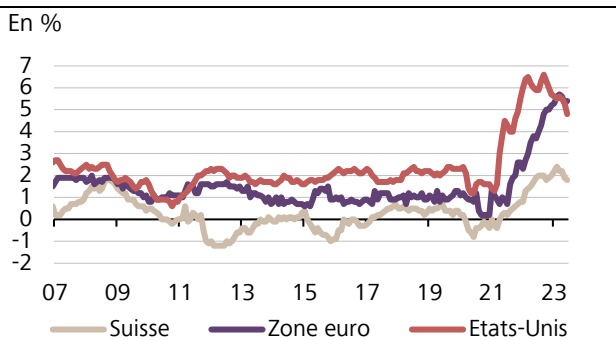
**En juin, la BNS a relevé son taux directeur à 1,75%. Elle continue de souligner le risque des effets de second tour et laisse supposer un nouveau relèvement en septembre. Nous ne percevons toutefois pas un nouveau besoin de resserrer après le prochain état des lieux, les taux hypothécaires devraient alors largement avoir atteint leur pic.**



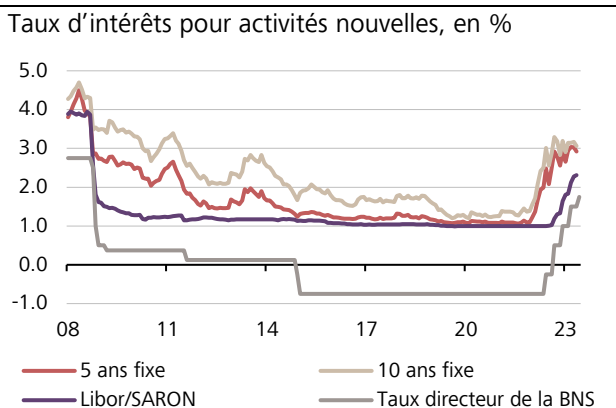
## Taux directeurs des banques centrales



## Inflation sous-jacente



## Taux hypothécaires



Au début, les banques centrales ont relevé leurs taux directeurs à grands pas allant jusqu'à 75 points de base, réduisant ensuite successivement le rythme. C'est ainsi que depuis mai, à chaque réunion, la BCE limite le resserrement à 25 points de base, récemment en juillet. Son taux de dépôt qui se situait encore à -0,5% il y a un an, s'élève désormais à 3,75%, soit la valeur la plus élevée de 2001. La Fed, quant à elle, après dix hausses successives des taux, a pour la première fois fait une pause avant de relever le taux directeur en juillet pour rejoindre la bande cible de 5,25%-5,50%, conformément aux attentes.

Les deux banques centrales désactivent à présent progressivement le «pilote automatique» en soulignant que les futures décisions dépendront des chiffres. Or, les chiffres ne sont pas très parlants. Les signes d'un revirement de la dynamique des prix se sont certes multipliés, avec un net recul des prix préliminaires au même titre que des anticipations de prix des entreprises. D'un autre côté, l'inflation sous-jacente était jusqu'à présent étonnamment tenace et les banques centrales veulent éviter de se faire à nouveau distancer. Tant la Fed que la BCE préconisent par conséquent d'attendre des avancées en termes de dynamique de prix sous-jacente, avant d'arrêter définitivement de relever les taux. Les taux d'intérêts devraient alors de nouveau augmenter cet automne.

La BNS, elle aussi, a réduit son rythme de resserrement. Lors de son état des lieux en juin, le taux directeur n'a été relevé que de 0,25% à désormais 1,75%. Elle a toutefois de nouveau constaté une pression des prix accrue et a derechef mis en garde face aux effets de second tour. Un nouveau relèvement des taux en septembre est donc probable. Nous ne voyons toutefois actuellement aucune nécessité pour d'autres hausses au-delà. Les conditions pour les hypothèques SARON qui s'orientent largement à l'évolution du taux directeur de la BNS, ne devraient donc que très légèrement enchérir. En revanche nous n'attendons pratiquement aucune réaction sur les taux hypothécaires à long terme, dans la mesure où un nouveau resserrement par la BNS est anticipé depuis belle lurette.



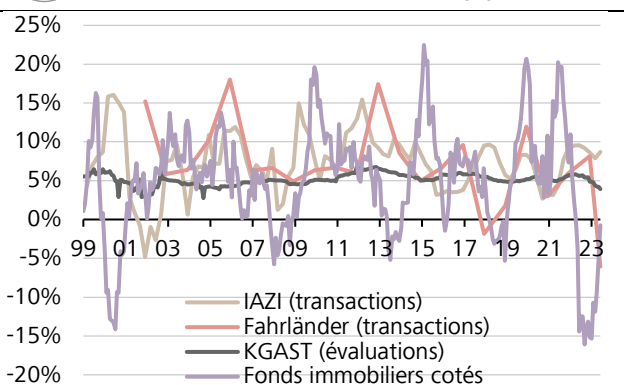
# Placements immobiliers

**Tous les investisseurs immobiliers ne sont pas encore convaincus que la pierre a perdu de son éclat avec le revirement des taux. Mais il reste que pour vendre aujourd'hui, il faut se défaire de ses anciennes attentes en matière de prix.**

Le marché des transactions pour placements immobiliers directs enregistre actuellement des signaux contrastés. Tandis que certains observateurs signalent une nette baisse des prix, d'autres constatent la hausse continue des prix des transactions. Dans une configuration de marché normale, mesurer les prix des biens de placement constitue déjà un défi de taille en raison de la grande hétérogénéité des biens et du faible nombre de transactions qui posent tous deux problème lors de l'épuration qualitative statistique nécessaire à la constitution d'un indice des prix. Comme à l'heure actuelle, de nombreux vendeurs maintiennent leurs attentes de prix datant d'avant le revirement et que les plus grands investisseurs de biens de placement préfèrent désormais d'autres alternatives, encore moins de transactions entrent dans l'indice qu'avant. Au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, MSCI, qui évalue les transactions de grands investisseurs institutionnels a enregistré un recul de près de 80% du nombre de transactions par rapport au trimestre précédent. En effet, les investisseurs institutionnels réfléchissent à deux fois avant d'acheter, d'une part en raison des alternatives à l'or en béton et d'autre part, car leurs portefeuilles comportent des quotas trop élevés de biens immobiliers suite aux corrections du prix des obligations et des actions. Leur capital va actuellement vers d'autres catégories de placement. Le recul des transactions chez les investisseurs institutionnels ne devrait que partiellement avoir été détourné par d'autres acteurs tels que des sociétés immobilières et des particuliers. En raison de la structure changeante des acheteurs et des vendeurs et de la faible intensité des transactions, les indices des prix ne donnent actuellement pas une image fidèle de l'atmosphère

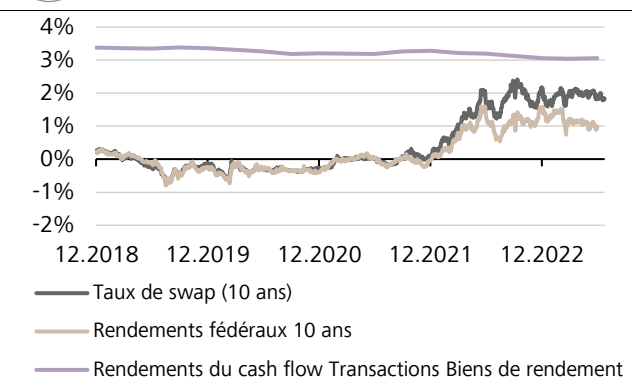
réelle sur le marché. Ils ne reflètent plus que l'évolution de différents sous-segments du marché qui répondent encore aux attentes des vendeurs et des acheteurs. Lorsqu'il n'y a plus de transactions, les prix ne peuvent plus être mesurés. Lorsque de plus en plus de vendeurs réviseront leurs attentes de prix qui ne sont plus réalistes, les indices des prix des transactions seront le reflet de la nouvelle réalité du marché. Néanmoins, les analystes des biens de placement ont reconnu que le temps de la réévaluation avait pris fin. Comme ces dernières années ces évaluations étaient fréquemment inférieures au niveau des prix payés, de nombreux portefeuilles sont épargnés par de trop fortes dévaluations. Selon MSCI, en moyenne, ces dix dernières années, les prix payés étaient 11% supérieurs aux évaluations. Or, il suffit de jeter un œil à bourse pour voir que ce coussin ne suffira pas. A la différence des marchés de transactions et des évaluations, les marchés financiers réagissent plus rapidement aux nouvelles informations. Certes, ils tendent à surpondérer ces dernières, provoquant ainsi des surs réactions (cf. graphique). Or, après une phase de repérage très nerveuse, le marché des fonds immobiliers cotés s'est stabilisé à un niveau qui est près de 15% inférieur à celui d'avant le revirement des taux. Des corrections ne sont désormais plus à attendre puisque le pic des taux sera bientôt atteint. Car l'immobilier continue d'offrir un profil risque-rendement fondamentalement attractif. Et avec la perspective de la hausse des loyers, c'est justement le marché du logement suisse caractérisé par la pénurie qui offre des opportunités intéressantes même après le revirement des taux.

**Rendement total des biens de placement selon différents indices y/y**



Source: FPPE, IAZI, KGAST, SIX, Raiffeisen Economic Research

**Attractivité relative des biens de placement**



Source: IAZI, investing.com, BNS, Raiffeisen Economic Research

# Propriété

**Les prix de la propriété continuent de flamber – malgré le recul notable de la demande et une offre nettement plus liquide. Attendue depuis un certain temps, la fin de cette embellie devrait toutefois être imminente. Après 20 années de vaches grasses, à partir de l’année prochaine il faut s’attendre à un léger recul des prix, même si de grandes corrections de prix demeurent peu probables.**

Attendu depuis un certain temps déjà, l’apaisement de la dynamique des prix sur le marché suisse de la propriété se fait toujours désirer. Les prix des MI et des PPE ont augmenté de plus de 1% par rapport au trimestre précédent. Les deux segments du marché de la propriété à usage personnel s’inscrivent ainsi en hausse de plus de 5% (cf. graphique) en glissement annuel. Il s’agit de taux de croissance relativement dynamiques dans un marché présumé sensible aux taux. Car la loi du marché voudrait que les taux hypothécaires qui ont plus que doublé depuis le revirement des taux exercent une pression baissière sur les prix. Du moins sur les échéances courtes, le niveau de taux est incontestablement l’un des facteurs majeurs du marché de la propriété. Or, contrairement à de nombreux autres pays, en Suisse, la théorie selon laquelle la hausse des taux d’intérêts s’accompagne d’une baisse des prix, ne s’est pas (encore) vérifiée en pratique.

### Recul sans effondrement de la demande

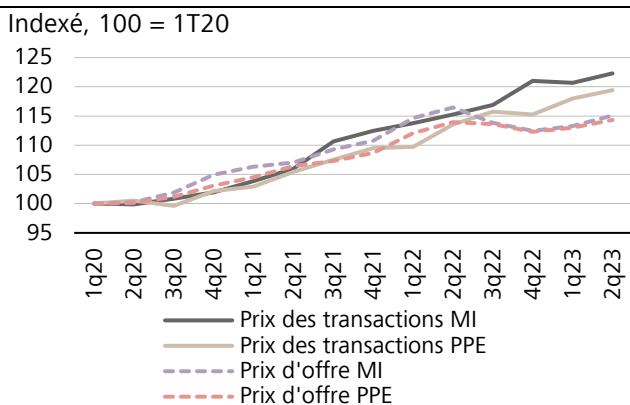
Au niveau de taux actuel, les frais courants des biens en propriété dépassent sensiblement ceux d’un logement locatif comparable et ce désormais indépendamment de l’instrument de financement choisi. En effet, les hypothèques SARON qui demeureront abordables encore longtemps n’offrent désormais plus de protection à l’encontre d’une hausse des taux. La propriété a ainsi définitivement perdu l’un de ses principaux arguments d’achat. Ceci se reflète dans le nombre d’abonnements

de recherche activés sur les plateformes immobilières. Dans la foulée du revirement des taux et de l’affaiblissement du boom du Covid, cette demande a pratiquement été divisée par deux en 24 mois. A l’heure actuelle, elle semble se stabiliser à un niveau inférieur avec l’atteinte prochaine du pic des taux. Pour la première fois depuis début 2022, au deuxième trimestre 2023, le nombre de personnes en recherche de propriété n’a pas baissé (cf. graphique). Toutefois, jusqu’à présent, ce net recul de la demande sur les dernières années n’a pas suffi pour rompre la dynamique des prix à la transaction sur le marché de la propriété, ce qui atteste l’importance de l’excédent de la demande ces dernières années.


### Le faible taux d’offre continue d’enfler les prix

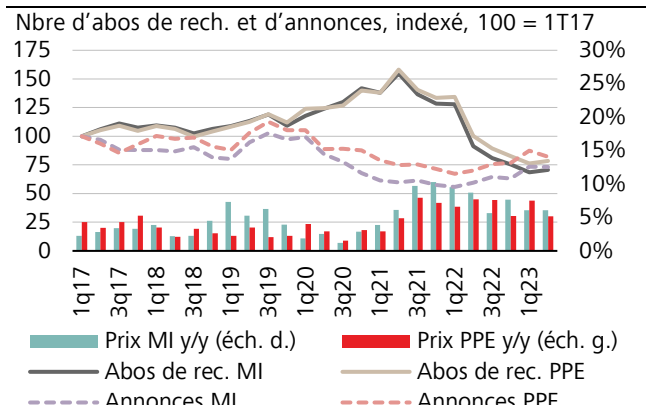
En parallèle au recul de la demande, l’offre a également évolué avec le revirement des taux. Au deuxième trimestre 2023, les portails immobiliers ont enregistré une hausse de respectivement 22% et 31% du nombre de PPE et de MI inscrites par rapport au premier trimestre 2022. A l’époque, le taux d’offre avait atteint son plus bas sur le marché suisse de la propriété. Malgré une hausse notable sur une période relativement courte, l’offre reste toutefois maigre dans une perspective à long terme (cf. graphique). En outre, cette hausse provient presque exclusivement du parc existant et n’est pas tirée par une augmentation des projets de construction. Le nombre de demandes de permis de

 **Prix de la propriété**



Source: Meta-Sys, SRED, Raiffeisen Economic Research

 **Offre et demande**



Source: Meta-Sys, Reallmatch360, SRED, Raiffeisen Economic Research

## Segments du marché

construire qui stagne toujours à un niveau très bas ne laisse pas présager de détente de l'offre sur le marché de la propriété pour les prochaines années (cf. graphique).

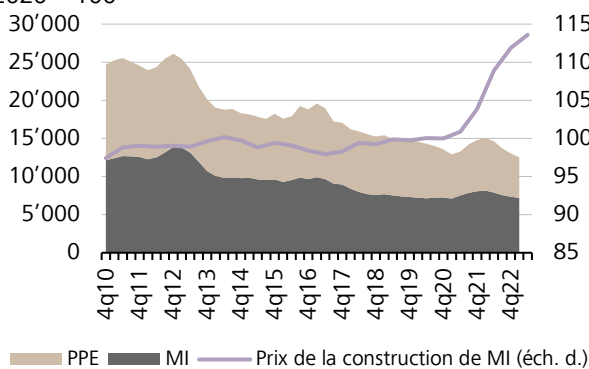
### Les acheteurs gagnent en pouvoir de négociation

Grâce à la hausse du nombre des biens existants proposés à la vente et à la baisse de la demande, la position de négociation des acheteurs, jusqu'alors plutôt faible, s'est améliorée. Aujourd'hui, le processus de vente des MI mais aussi des PPE est plus long et plus complexe avant de trouver l'acheteur adapté (cf. graphique). Or, la durée de publication des biens demeure très courte malgré la hausse récente. Globalement, il règne toujours un marché de vendeurs mais au lieu de plusieurs douzaines d'intéressés, il n'y a désormais plus qu'une poignée d'acheteurs potentiels. Ceux-ci sont toujours freinés non pas par le coût des intérêts, mais par les hautes exigences réglementaires en termes de fonds propres et de solvabilité. Ce qui se laisse difficilement interpréter actuellement est la multiplication des retraits (cf. graphique). S'agit-il d'offres qui n'ont pas trouvé d'acheteur au prix (élevé) exigé et qui ont donc été retirées ou ces biens ont-ils bel et bien été vendus ? Dans la réalité, il y a actuellement un fossé entre les prix attendus par les vendeurs et ceux que les acheteurs sont prêts à payer. Certes, il y a toujours des transactions, mais bien moins, mesuré à l'aune du nombre de nouvelles hypothèques conclues. Si la vente ne se fait pas, cette information n'entre pas en ligne compte pour le relevé des prix qui ne saisit que les transactions clôturées. La dynamique des prix ne reflète donc qu'une partie du marché.



### Demandes de permis de construire et prix de construction

Nbre de logements dans les demandes de permis de construire de MI et PPE déposées; prix de constr. indexé, octobre 2020 = 100



Source: OFS, Docu-Media, Raiffeisen Economic Research

### Passé ou seulement reporté?

En raison de la pénurie persistante de l'offre, il y a donc de bonnes raisons que le revirement des taux n'ait pas entraîné les effondrements de prix tant redoutés par certains. Mais qu'on en soit presque à donner du sens au relâchement de la dynamique reste surprenant pour la plupart des observateurs. Il se pose donc la question de savoir si le revirement de tendance des prix de la propriété est déjà passé en raison du pic des taux bientôt atteint ou s'il est seulement reporté?

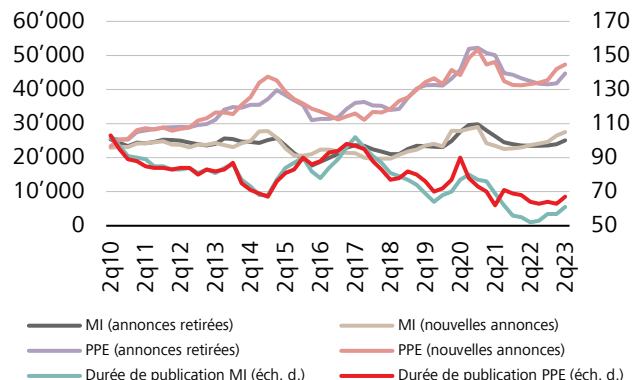
### Time Lags

Le marché suisse de la propriété est traditionnellement très amorphe, à l'image d'un paquebot en haute mer. Il suffit de jeter un regard sur le passé récent: avant le revirement des taux actuel, le dernier événement marquant du marché de la propriété à usage personnel était la pandémie du Covid. Or, contrairement aux craintes initiales, la pandémie n'a pas affecté le marché. Bien au contraire, avant que le choc de la pandémie ne se répercute sur les prix, la meilleure appréciation de la situation de logement personnelle a entraîné une explosion de la demande et un recul de l'offre de propriété. Par conséquent, dès le premier trimestre 2020, l'écart entre offre et demande s'est creusé (cf. graphique à la première page du chapitre). Il a fallu plus d'un an avant que cet écart ne débouche sur une accélération de la dynamique des prix des transactions. Ce délai de réaction très long devrait rester à l'esprit lors de l'analyse des effets du revirement des taux initié début 2022. Par le passé, les «chocs» présentaient aussi souvent des temps de freinage et d'accélération étonnamment longs.



### Nouvelles annonces et annonces retirées et durée de publication de la propriété

Nombre d'annonces (éch. g.) et durée de publication en jours (éch. d.)



Source: Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

## Segments du marché

### Réactivité des indicateurs avancés

A la différence des prix des transactions, les prix proposés pour la propriété ont déjà réagi à la nouvelle configuration du marché. Depuis un an, ils stagnent : l'affaiblissement attendu de la dynamique des prix s'observe donc d'ores et déjà dans les nouvelles annonces de vente. Cela explique clairement le léger changement des attentes de prix des vendeurs immobiliers. Les prix de l'offre font habituellement office d'indicateur anticipé du prix des transactions, car un processus très complexe se déroule entre publication de l'annonce et réalisation du contrat. La commercialisation, les négociations de vente, le financement et l'enregistrement de l'acte officiel prennent beaucoup de temps. Par conséquent, les transactions enregistrées aujourd'hui se rapportent à des processus de formation des prix qui remontent à plusieurs mois, voire à plusieurs trimestres.

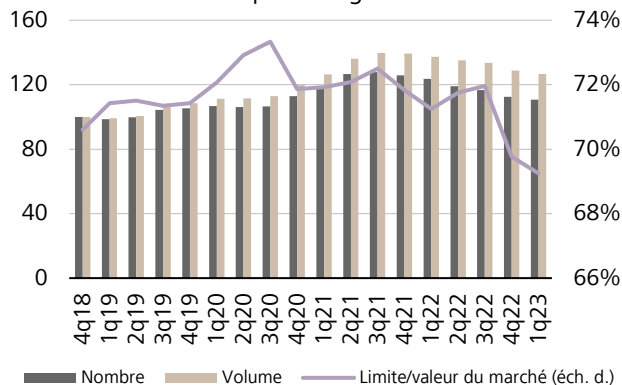
### Pas de stress

Les milieux d'agents immobiliers laissent entendre qu'outre la durée de commercialisation, le délai entre la proposition d'achat d'un bien immobilier et l'enregistrement dans le registre foncier s'est également allongé. Alors qu'autrefois, les vendeurs étaient toujours pressés, ils ont maintenant ralenti la cadence. C'est certainement aussi la conséquence des conditions de financement moins attrayantes et de la perspective d'une hausse moins prononcée des prix. Cela explique aussi pourquoi il faut attendre aussi longtemps avant que la nouvelle configuration du marché se reflète dans les prix des transactions.



### Nouvelles hypothèques pour propriété à usage personnel

Nombre de nouvelles hypothèques, indexées 4T18 = 100 ainsi que leur limite de crédit par rapport au prix du marché du bien déposé en garantie



Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

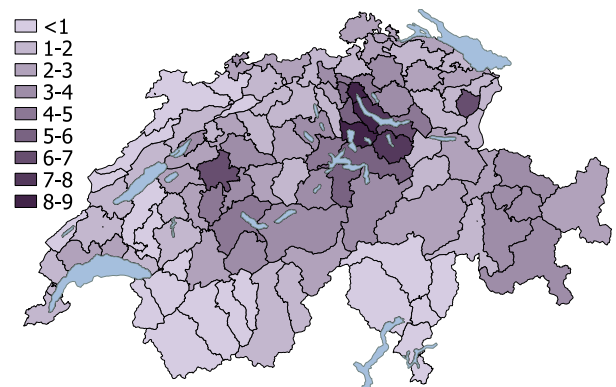
### Atterrissage en douceur

Les signes de l'apaisement de la dynamique des prix se multiplient même s'il est difficile de prédire une date exacte. En tous cas, chaque trimestre de hausse des prix fait augmenter le potentiel de futures baisses. Certes, il ne devrait pas y avoir d'effondrements de prix en raison de la pénurie persistante, mais un recul de quelques points de pourcentage devrait se produire au cours des 1 à 2 prochaines années. Ce n'est toutefois pas un motif pour paniquer, mais la prochaine étape logique de l'atterrissage en douceur que nous prédisons depuis longtemps. Le risque du léger recul des prix attendu est le plus élevé là où une faible demande rencontre une offre relativement élevée. A l'heure actuelle, dans la plupart des régions, le nombre de personnes en recherche de propriété dépasse celui du nombre de maisons ou d'appartements à vendre (cf. graphique). Ce n'est que dans le Tessin, le Bas-Valais et dans l'Arc du Jura qu'au deuxième trimestre 2023, le nombre d'annonces dépassait le nombre d'abonnements de recherche actifs. L'atterrissage dans ces régions pourrait être un peu plus mouvementé que dans les régions plus populaires.



### Tension régionale sur le marché

Nombre d'abonnements de recherche actifs par rapport aux nouvelles annonces par région de SC, propriété (MI+PPE), 2T23



Source: Meta-Sys, Reamatch360, Raiffeisen Economic Research

# Locatif

**Le premier relèvement du taux d'intérêt de référence hypothécaire au mois de juin n'était que le début. Nous montrons dans quelle ampleur les loyers devraient encore augmenter et quels seront les locataires les plus fortement touchés. La dynamique haussière des loyers proposés n'en est d'ailleurs qu'à ses débuts. Une vague d'immigration record et une offre très limitée feront également bientôt flamber les loyers du marché à côté des loyers existants.**

De nombreux locataires ont reçu un courrier recommandé peu réjouissant de leur bailleur leur annonçant une hausse du loyer au 1<sup>er</sup> octobre 2023. Depuis, la flambée des loyers suite à la première hausse du taux d'intérêt de référence le 1<sup>er</sup> juin fait les gros titres des journaux et les services de conciliation des baux sont littéralement submergés de demandes d'opposition à des hausses présumées illégales.

### Autres hausses en vue

La tempête n'est pas prête de se calmer, car la prochaine hausse du taux de référence est pour bientôt. Selon nos prévisions, il devrait certes faire une pause en septembre au niveau actuel, mais la prochaine hausse se profile en décembre (cf. graphique). Encore plus de locataires recevront alors des courriers porteurs de mauvaises nouvelles sans oublier que le loyer augmentera (encore) au 1<sup>er</sup> avril 2024. Alors que, selon nos estimations, tout juste la moitié des locataires était potentiellement concernée par la première hausse du taux de référence, la deuxième affecterait près des deux tiers des baux. Au-delà de cette période, les prévisions sont incertaines. En se basant sur un scénario avec des taux à ce niveau au-delà de notre horizon prévisionnel d'un an, même après la deuxième hausse, le calme ne devrait être que de courte durée. Notre modèle prédit une nouvelle hausse d'ici fin 2024, au plus tard début 2025. Le taux d'intérêt de référence continuera donc de nous obnubiler et les loyers existants vont flamber.

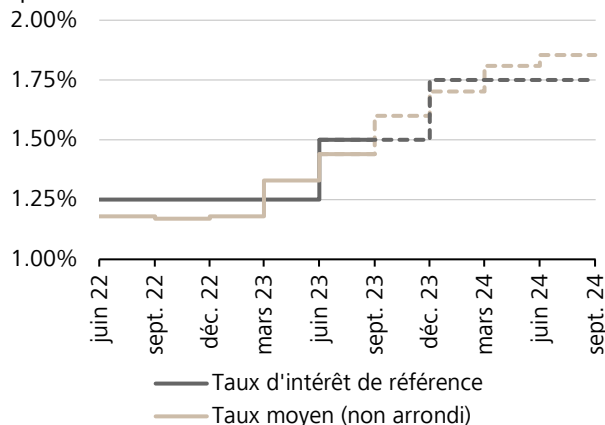
### Un malheur arrive rarement seul

Comme la plupart des bailleurs peut faire valoir d'autres motifs de hausse avec le relèvement du taux de référence, les loyers concernés augmentent souvent plus que la hausse de 3% prévue lors de la décision de réviser les taux. Car les bailleurs utilisent la hausse des loyers pour répercuter vers les locataires le renchérissement cumulé en faisant valoir la hausse généralisée des coûts. Selon le contrat de bail, ces effets peuvent même prédominer. En l'absence d'expérience de la hausse du taux de référence et de statistiques représentatives, les prévisions quant à l'ampleur de la hausse des loyers existants en Suisse restent très incertaines. En supposant qu'environ trois quarts des bailleurs autorisés à augmenter les loyers le feront effectivement, l'indice des loyers augmentera fortement en novembre de plus de 3% (le taux d'inflation de novembre est le premier concerné par la hausse de l'indice des loyers trimestriel). Le graphique représente nos prévisions de taux annuel d'évolution des loyers – y compris une ventilation selon les motifs d'augmentation. Avec le deuxième relèvement du taux d'intérêt de référence, la hausse des loyers à échelle nationale devrait par conséquent courant 2024 ponctuellement passer à 8%. Comme les loyers avec une pondération de près de 20% représentent



### Taux d'intérêt de référence

Historique jusqu'en juin 2023, prévisions à partir de sept. 2023

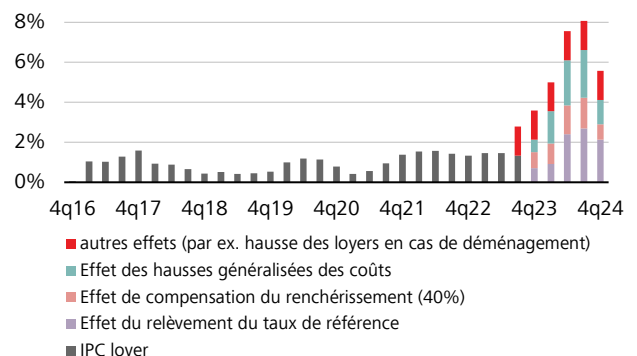


Source: OFS, BNS, Raiffeisen Economic Research



### Indice des loyers

Taux annuels, prévisions avec contribution par canal d'augmentation, hypothèse: 75% des bailleurs autorisés à augmenter les loyers le font (parfois avec un léger retard), forfait de hausse généralisée des coûts de 0,25%.



Source: OFS, BNS, Raiffeisen Economic Research

## Segments du marché

le plus grand poste de l'indice national des prix à la consommation, la hausse des loyers compensera le fort recul du taux d'inflation.

### Mesures de rétorsion?

La valeur moyenne de la hausse des loyers en Suisse n'est pas très parlant quant aux cas individuels. Ci-après, nous proposons quelques pistes quant aux baux susceptibles d'être les plus impactés par les hausses. Les ménages les plus fortement touchés seront certainement ceux qui ont réclamé toutes les baisses du taux de référence ou qui les ont eu octroyées par le bailleur. A chaque baisse dans le passé, une minorité de près de 20% des locataires a bénéficié pour une raison ou une autre d'une réduction du loyer. Les contrats de bail correspondants seront donc très certainement révisés à la hausse. Soit parce que les bailleurs répercutent automatiquement les variations du taux d'intérêt de référence, soit car les locataires ayant activement réclamé une baisse ne peuvent que difficilement espérer une attitude conciliante des bailleurs. Certains bailleurs auront interprété les demandes de réduction d'antan comme le début des hostilités, justifiant ainsi des mesures de rétorsion.

### Pénalité de mobilité

Par ailleurs, les ménages qui ont déménagé ou ont été constitués depuis la dernière baisse le 03.03.2020 sont davantage concernés par les hausses de loyers, car même avant le 1<sup>er</sup> juin, leur contrat de bail comportait un taux de référence de 1,25%. Comme le taux de déménagement est plus élevé en ville qu'à la campagne, on pourrait supposer que cela concerne surtout les citadins (cf. graphique). Or, ils ont tendance à demeurer bien

plus longtemps dans leur logement. Les citoyens indécrottables qui profitent de toutes façons déjà de faibles loyers sont par conséquent plus rarement concernés par des hausses, car le taux de référence dans leur contrat à longue durée est certainement encore plus élevé. Mais ils ne sont pas entièrement à l'abri, car ce sont justement les contrats de longue durée qui ont cumulé les potentiels d'augmentation suite à l'inflation et aux hausses de coûts généralisées. Dans les villes, ce sont les nouveaux venus qui sont les plus fortement touchés car ils paient d'ores et déjà des loyers plus élevés proches du niveau du marché. Les taux de déménagement élevés dans les villes s'expliquent notamment par les étudiants et les migrants. Plus une commune est située dans un cadre rural, plus la durée d'occupation est courte. Par conséquent, à la campagne, les taux d'intérêts de référence inscrits dans les contrats tendent à être plus bas, car ils ont été conclus ultérieurement avec un niveau de taux inférieur. Le potentiel relatif de révision à la hausse des loyers est donc fondamentalement supérieur à celui des communes à l'emplacement plus central.

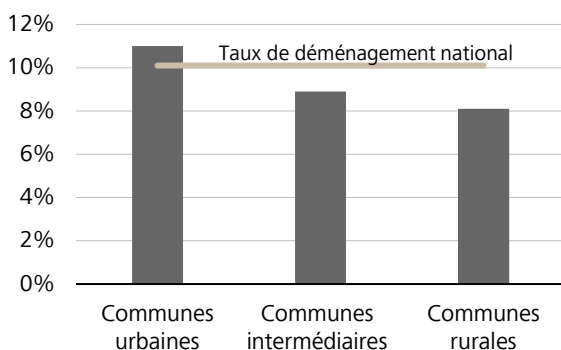
### Applicabilité?

Face à l'aggravation de la pénurie de logements et à la nouvelle hausse des loyers proposés, dans sa majorité, le potentiel de révision à la hausse devrait pouvoir se réaliser sur le marché sans que les bailleurs n'aient à craindre de perdre des locataires. Car même la plupart des loyers restera inférieure aux loyers du marché qui flambent de nouveau depuis peu. Et même si ce n'est pas le cas, sur ce marché actuellement à sec, les locataires ne trouvent



### Déménagements

Taux de déménagement selon le degré d'urbanisation

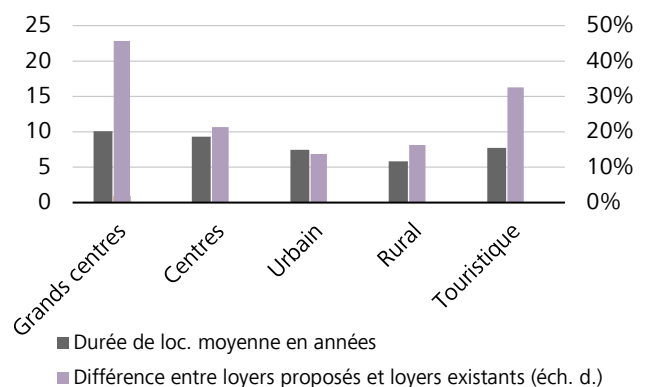


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



### Durée de location et différence entre loyers proposés et loyers existants

Selon le type de commune



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

## Segments du marché

pas rapidement lorsqu'ils cherchent une alternative. Et pourtant, la situation n'est pas la même partout et chaque révision à la hausse justifiée ne passera pas le test du marché. Dans les communes qui affichent toujours un taux de vacance élevé et un faible écart entre loyers proposés et loyers existants, les bailleurs qui ne veulent pas se retrouver avec leur logement sur les bras doivent également user de prudence dans la configuration actuelle du marché (cf. graphique sur la page précédente). C'est surtout le cas dans certaines communes de l'agglomération urbaine et dans les communes rurales. Dans les centres en revanche, les loyers existants sont presque toujours inférieurs aux loyers proposés et par ailleurs, les vacances y sont faibles et donc il n'y a pas vraiment d'alternative. Les éventuels potentiels de révision à la hausse tendront à mieux s'y imposer qu'en agglomération ou à la campagne.

### Sensibilité aux rendements et aux coûts

A cela s'ajoute que dans les centres où les propriétaires sont surtout constitués d'investisseurs institutionnels et de bailleurs de logement d'utilité publique, on tend plutôt à répercuter la hausse des coûts vers les locataires (cf. Gros plan à partir de la p. 20). Les premiers augmentent les loyers, car ils sont tenus de générer un rendement maximum pour leurs clients ou investisseurs dans le cadre de la gestion immobilière, les seconds sont contraints de répercuter les coûts de financement plus élevés pour respecter le principe particulièrement strict du loyer basé sur les coûts. En revanche, les bailleurs privés

devraient être plus hésitants à augmenter les loyers. D'une part, car leur approche est moins professionnelle, d'autre part, car ils ne veulent pas lancer les hostilités avec leurs locataires (cf. Explications dans le chapitre Gros plan).

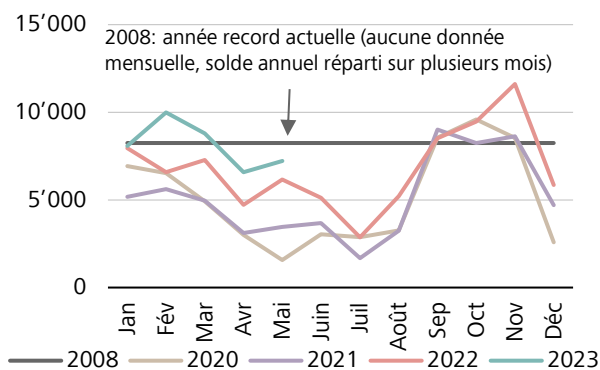
### Vague d'immigration

Outre les loyers existants qui sont en point de mire, à l'heure actuelle bien des choses bougent sur le marché locatif «libre». La demande de logements locatifs continue d'augmenter fortement et rapidement en raison de la croissance dynamique de l'immigration. En 2022 déjà, la Suisse affichait un solde migratoire très élevé en comparaison avec les années précédentes. Les chiffres disponibles jusqu'à présent pour 2023 indiquent que l'économie suisse traverse mieux la crise que ses voisins. Elle recherche donc de nouveau de la main d'œuvre et trouvera ce dont elle a besoin sur les marchés du travail internationaux. Jusqu'en mai 2023, le solde migratoire de la population étrangère résidente permanente en Suisse était d'un quart supérieur à la période comparable l'année précédente (cf. graphique). Si la dynamique se maintient, il est fort possible que cette année, le solde record de 2008 soit pulvérisé. Et ces chiffres ne comptabilisent même pas les réfugiés ukrainiens qui sont de plus en plus nombreux à trouver un logement sur le marché locatif classique - souvent avec l'aide des autorités communales. Ces effets frappent un marché déjà marqué par une baisse record des vacances.



### Immigration

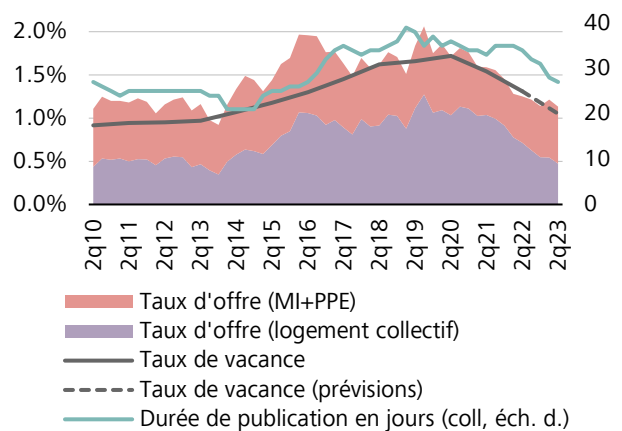
Solde migratoire de la population étrangère résidente permanente



Source: SEM, Raiffeisen Economic Research



### Taux d'offre, vacances et durée de commercialisation

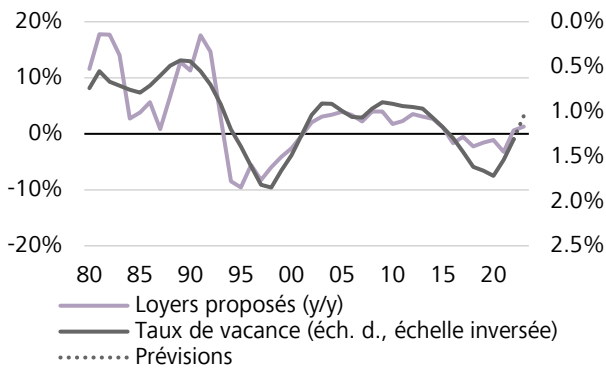


Source: OFS, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

## Segments du marché

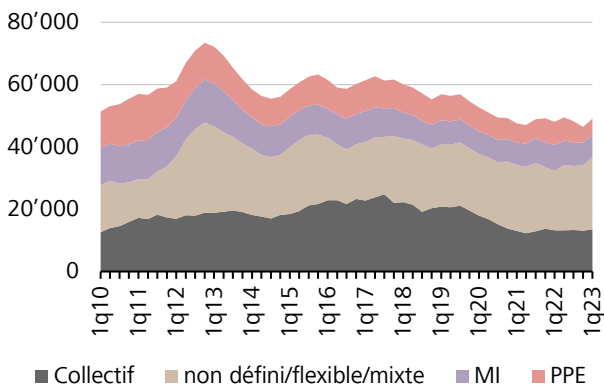


### Loyers proposés et taux de vacances



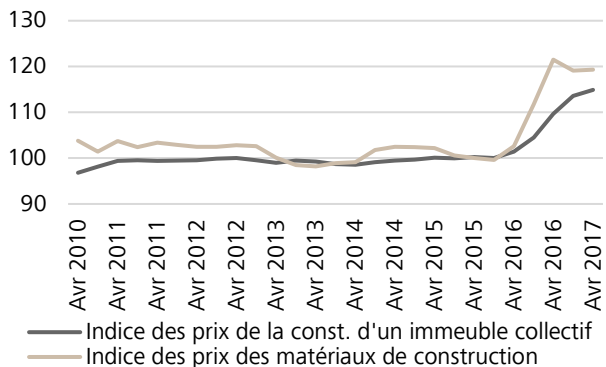
### Demandes de permis de construire

Nombre de logements dans les demandes de permis de construire déposées, agrégés sur quatre trimestres



### Prix de la construction et des matériaux de construction

Indexé, 100 = avril 2020



### Aggravation de la pénurie de logement

Le nombre de logements proposés à la location continue de baisser rapidement depuis un niveau déjà faible. Que le taux de vacance publié en septembre (échéance au 1<sup>er</sup> juin) ne descende pas sous 1% ne tient qu'au fait qu'à l'heure actuelle, un nombre légèrement supérieur de biens (donc vacants) est proposé à la vente. De tels niveaux signalent une grande pénurie sur le marché du logement et entraînaient autrefois des hausses annuelles des loyers proposés de 3% voire plus (cf. graphique).

### Toujours pas d'accalmie en vue

En attendant, il n'y a toujours aucun signe d'apaisement de la pénurie de logement côté offre. Certes, le nombre de demandes de permis de construire déposées s'est stabilisé ces derniers trimestres. Or, l'urgente offensive en matière de construction se fait toujours attendre (cf. graphique). Le maigre pipeline des projets ne suffit de loin pas pour satisfaire la très forte demande supplémentaire de logements. Néanmoins, un apaisement de la dynamique d'encherissement se dessine (cf. graphique) au niveau des prix de la construction qui avaient récemment plombé les initiatives de hausse de la production. A cela s'ajoute le fait que suite au revirement des taux, les investissements immobiliers sont moins intéressants que les emprunts à taux fixe. Comme les prix de la construction ne devraient désormais plus tellement augmenter, la hausse des loyers proposés va améliorer les rendements des placements immobiliers et ainsi progressivement apporter les incitations nécessaires. Cela suffira-t-il dans un contexte de plaintes quant à la planification défailante de l'espace, la pénurie de terrains constructibles et les diverses entraves à l'activité de construction par la réglementation excessive? Une chose est sûre: jusqu'à ce que l'offensive de construction espérée augmente le nombre de logements achevés, il faudra attendre au moins deux ans, voire beaucoup plus. En effet, la planification, la validation et la construction mettent du temps sur le marché très amorphe du logement helvétique, de sorte qu'il y a une belle lurette que la flambée des loyers proposés est pré-programmée.



# Surfaces de vente

**La pandémie de Covid-19 a fortement accéléré la mutation structurelle du commerce de détail. Avec la pression continue sur le commerce stationnaire, les bailleurs de surfaces de vente au détail sont également confrontés à des défis accrus, en particulier sur les petites surfaces en rez-de-chaussée hors des meilleurs emplacements. En temps de pénurie de logement, les changements d'affectation deviennent alors une option digne d'intérêt. Hélas, la mise en œuvre se heurte souvent à des règlements de construction et des plans de zones des communes très stricts.**

La pandémie du coronavirus est désormais presque oubliée. La fréquentation des restaurants, les rassemblements de masse ou les vacances outre-mer sont de nouveau à l'ordre du jour des Suisses, même s'il est incontestable que les mesures d'endiguement étatiques ont profondément changé notre quotidien. En particulier la numérisation a fait de grands progrès dans divers domaines en très peu de temps et a nettement accéléré les processus de mutation structurels déjà en marche dans divers secteurs dont le commerce de détail est l'un des plus touchés.

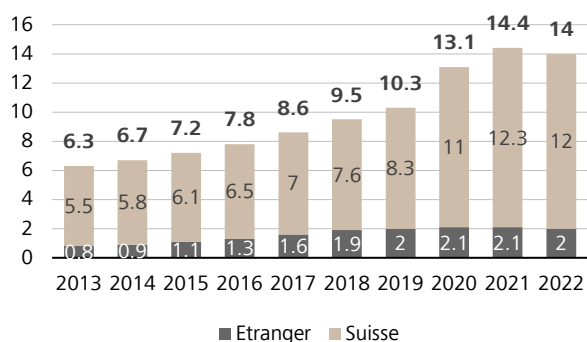
## Le commerce en ligne boosté par la pandémie du Covid-19

Avant la crise déjà, la montée en puissance du commerce en ligne posait problème à de nombreux détaillants stationnaires. Alors que le chiffre d'affaires du secteur stagnait avant la pandémie, au cours des cinq dernières années avant le Covid-19, le canal de vente en ligne a annuellement augmenté de 9% (cf. graphique). Les mesures de confinement strictes – dont deux phases prolongées avec fermetures complètes des magasins non essentiels – ont alors littéralement donné des ailes au commerce en ligne. En outre, l'épargne excédentaire liée au recul forcé de la consommation de services et d'offres touristiques a également fortement stimulé la vente de marchandises par les canaux en ligne pendant la pandémie. Entre 2019 et 2021, le chiffre d'affaires réalisé via les canaux de vente numériques a donc presque augmenté de 40%.



### Ventes dans le commerce de détail en ligne

Par an, selon l'emplacement du domaine, en mia CHF



Source: Association de commerce, GfK, Raiffeisen Economic Research

## Le potentiel n'est de loin pas épuisé

Avec la dissipation de la crise sanitaire, une certaine normalisation s'est installée. Les hausses massives de chiffres d'affaires n'ont pas pu être maintenues avec la fin de la pandémie. Toutefois, les commerçants en ligne n'ont perdu qu'une petite portion des parts de marché gagnées au cours de la pandémie. Il faut donc s'attendre à ce que les ventes en ligne progressent de nouveau après cette courte consolidation dès l'année en cours. En effet, dans de nombreux sous-segments, le potentiel offert par les canaux de vente numériques demeure toujours très élevé (cf. graphique). Même dans les segments affichant une forte présence en ligne, la majorité des marchandises est écoulee par les canaux stationnaires (par ex. 72% pour les jouets et l'habillement, 74% dans l'équipement de sport). Après la courte pause post-Covid, à moyen terme la mutation structurelle devrait de nouveau accélérer et mettre les commerçants stationnaires sous pression.

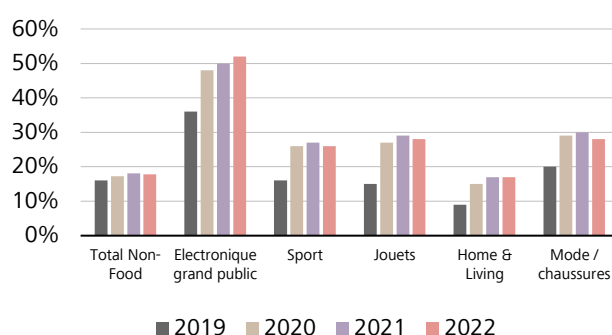
## Vacances élevées pour plus petites surfaces

Les difficultés croissantes des acheteurs classiques s'accompagnent également d'une hausse des risques pour les bailleurs de surfaces de vente. Ce marché est sous pression depuis un certain temps en particulier loin des meilleurs emplacements. Outre la hausse des vacances, la stagnation voire le léger recul des loyers au cours de la dernière décennie témoigne des défis rencontrés par ce segment (cf. graphique page suivante), en sachant qu'il est plus difficile de louer les petites surfaces que les grandes. Alors que ces dix dernières années, le taux



### Part du commerce en ligne dans le CA du commerce de détail

Parts en ligne dans différents segments selon les années



Source: Association de commerce, GfK, Raiffeisen Economic Research

## Segments du marché

de vacance s'élevait entre 2% et 4% pour les surfaces supérieures à 500 m<sup>2</sup>, elle se situait entre 6% et 8% pour les autres. Les risques de vacance en cas de location de surfaces de vente au détail à de grands détaillants connus à échelle nationale sont encore limités. En revanche, la situation est plus compliquée au niveau des petites surfaces, car elles se trouvent souvent au rez-de-chaussée d'immeubles à usage mixte. A l'avenir aussi, l'avancée des mutations structurelles mettra la pression sur les preneurs de telles surfaces. Comme ce fut le cas ces dernières années, les épurations de marché devraient surtout se faire aux frais de petites structures qui pâtiront de la concurrence avec les grandes chaînes et le commerce en ligne.

### La solution de la réaffectation

Les défis accompagnant la «mort des petits magasins» ne constituent fondamentalement pas un problème inédit pour les bailleurs de magasins situés au rez-de-chaussée. En dehors des rues commerçantes principales, une plus grande flexibilité est de mise depuis un certain temps. Outre les concessions quant au loyer ou à l'échéance contractuelle, c'est la location à des prestataires étrangers au secteur qui est devenue une recette à succès. Là où autrefois se trouvaient de petits magasins de vêtements, de fleurs ou de sport, on rencontre désormais de plus en plus souvent des restaurants, des salons de coiffure ou des agences immobilières. Pour de nombreux bailleurs de petites surfaces commerciales, les réaffectations au sens large sont par conséquent d'ores et déjà monnaie courante. Par temps de pénurie de logement de plus en plus aiguë, se pose alors la question d'une éventuelle réaffectation de telles surfaces en espace résidentiel. La carte ci-dessous montre ce potentiel de réaffectation des

surfaces de vente au détail au rez-de-chaussée dans différents quartiers de la ville de Zurich. Dans les quartiers centralisés très commerçants, une telle option n'en vaudrait pas la peine. Ainsi, dans le quartier City, le loyer moyen des surfaces de vente par mètre carré est trois fois plus élevé que celui d'un logement locatif nouvellement proposé. Les zones urbaines que l'on pourrait plutôt qualifier de quartiers résidentiels regorgent en revanche de potentiels de réaffectation. Ainsi, à Altstetten, les loyers proposés pour logements sont en moyenne 38% plus élevés que les loyers existants des surfaces de vente.

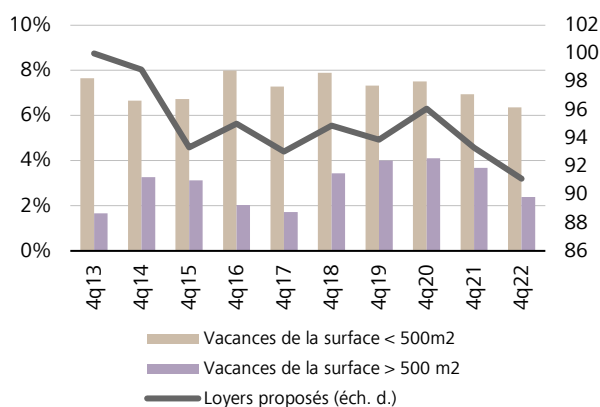
### Obstacles élevés

Fondamentalement, de nombreux emplacements, même en dehors de la ville de Zurich, devraient présenter un potentiel pour de telles réaffectations, même si ce n'est pas aussi facile à exploiter qu'à premier abord. La transformation de telles surfaces au rez-de-chaussée n'est pas possible dans tous les cas pour raisons structurelles et s'accompagne souvent de coûts élevés. Une réaffectation pourrait donc rapidement s'avérer non praticable ou non rentable. Le plus grand problème devrait toutefois résider dans les obstacles réglementaires. Les différents règlements de construction et plans de zones réclament toujours explicitement un usage commercial des surfaces de rez-de-chaussée. D'autres lois (par ex. protection anti-bruit) peuvent empêcher l'affectation en logements de certains étages dans des lieux donnés. La flexibilisation du cadre réglementaire permettrait dans certains cas de résoudre plusieurs problèmes en même temps. Au lieu de surfaces commerciales vides ou difficiles à louer, des logements ô combien nécessaires pourraient ainsi voir le jour.



### Vacances et loyers

Taux de vacance selon la taille en % et loyers proposés indexés, 100 = 1T18 (éch. d.)

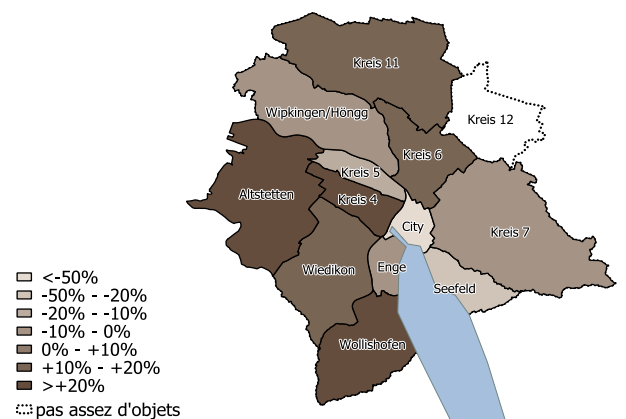


Source: REIDA, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



### Potentiel de réaffectation

Loyers proposés vs. loyers existants vente de détail dans les surfaces au rez-de-chaussée, moyenne par m<sup>2</sup>



Source: REIDA, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

# Y a-t-il de meilleurs bailleurs?

**Les acteurs privés orientés rendement dominant le marché suisse du logement locatif, même si dans les grands centres, les bailleurs d'utilité publique jouent également un rôle non négligeable. De nettes différences apparaissent dans leur comportement en raison d'intérêts et de contextes divers, en particulier dans la fixation des loyers.**

Ces derniers temps, le marché du logement locatif est l'objet de toutes les attentions. La pénurie de logements qui s'accroît dans un nombre croissant de régions est ainsi devenu un thème récurrent dans les médias et sur la scène politique. Or, la crise qui se profile n'est pas la seule raison pour cet intérêt accru suscité par le marché du logement locatif fédéral. Début juin de cette année, un événement historique s'est produit. Pour la première fois depuis son introduction à échelle nationale, le taux de référence hypothécaire a été relevé dans la foulée du resserrement de la politique monétaire. Dès octobre prochain, de nombreux loyers devraient ainsi augmenter. Sans surprise, cela a ravivé le débat sur le mode de fonctionnement de notre marché du logement locatif. La hausse des charges locatives subie par les locataires qui représentent deux tiers des ménages suisses devrait susciter des débats très animés au cours de cette année électorale. Car c'est la thématique idéal pour permettre aux hommes politiques et partis de tous horizons de se profiler auprès de leur électorat. Alors que la bourgeoisie estime que le bât blesse fondamentalement au niveau de la réglementation trop stricte et souhaite accorder une plus grande marge de manœuvre aux acteurs du marché pour augmenter le nombre de logements disponibles, la gauche souhaite une plus forte intervention étatique et le soutien appuyé aux bailleurs d'ouvrage d'utilité publique pour enfin mettre au pas le secteur immobilier jugé surpuissant. C'est donc l'occasion rêvée pour jeter un œil aux conditions de notre marché du logement locatif et aux approches des différents acteurs.

## Les particuliers dominent le marché du logement locatif

L'accès au logement en Suisse est fondamentalement entre les mains des sociétés immobilières privées. Dans un environnement de marché fortement régulé, la construction, l'entretien et la gestion de nos logements sont confiés à des prestataires privés. Outre la création du cadre réglementaire, le secteur public se limite en principe à encourager ponctuellement les logements à bas prix. Cette orientation économique se répercute fortement sur la répartition de la propriété des logements locatifs en Suisse. Ainsi en 2022, seuls 4% appartenaient à la Confédération, aux cantons et aux communes (cf. graphique). Même la part des coopératives d'habitation soutenues par le secteur public ne s'élève qu'à 8%. La grande majorité des logements locatifs

appartient donc aux acteurs privés orientés rendements, les particuliers détenant de loin la plus grande part avec 47%. Ils sont suivis à hauteur d'environ 34% d'entreprises dont l'activité principale n'est pas l'immobilier. Il s'agit notamment des caisses de pension, des assurances mais aussi des CFF (immobilier de placement). Ci-après, nous les qualifierons d'investisseurs institutionnels. Enfin, les sociétés immobilières et les entreprises de construction classiques ne possèdent qu'une part relativement petite (7%) des biens locatifs.

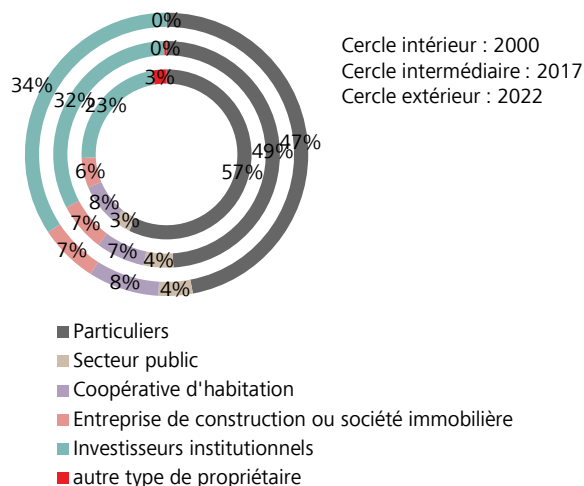
## Montée en puissance des investisseurs institutionnels

La comparaison au fil des ans atteste de la relative stabilité des parts de marché de la plupart des acteurs. Les parts du secteur public, des coopératives d'habitation et des entreprises de construction et sociétés immobilières sont tout aussi élevées qu'au début du millénaire. Seuls les particuliers et les investisseurs institutionnels affichent une nette évolution ces 20 dernières années puisque la part de marché de ces derniers a progressé de 23% à 34% entre 2000 et 2022, tandis que celle des ménages privés s'est réduite de 57% à moins de 50% sur la même période. Ceci devrait avant tout s'expliquer par l'activité frénétique des investisseurs institutionnels au cours de la dernière décennie en raison des taux bas et la pénurie de placements. Le boom du



## Logements locatifs selon propriétaires

Part de lgts locatifs selon type de propriétaire et année



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

## Gros plan

logement locatif et l'achat de nombreux biens immobiliers par les caisses de pension ou les assurances ont nettement impacté la répartition de la propriété. Cette évolution devrait toutefois maintenant de nouveau s'affaiblir, étant donné que l'attractivité des placements immobiliers a souffert du revirement des taux. Les investisseurs institutionnels sont aujourd'hui soumis à une moindre pression et disposent de meilleures alternatives de placement. La complexité croissante de la construction et de la rénovation des bâtiments devrait également avoir contribué au changement de répartition de la propriété. En effet, les particuliers sont souvent dépassés par le flot de lois et de réglementations, notamment en cas de travaux de rénovation majeurs, et ils préfèrent par conséquent confier la gestion de leurs biens à des professionnels.

### Fossé ville-campagne

La ventilation de la répartition de la propriété selon une typisation des communes fait apparaître un net fossé ville-campagne (cf. graphique). Dans les communes rurales et touristiques, près des deux tiers des logements locatifs appartiennent encore à des particuliers, alors que dans les 5 plus grandes villes (Bâle, Berne, Genève, Lausanne et Zurich), ce chiffre n'est que de 35%. Dans les communes urbaines, la part de logements en possession d'acteurs institutionnels est supérieure à un tiers – plus du double des régions plus rurales. De toute évidence, les agglomérations leur proposent un profil rendement-risque nettement plus attrayant que des lieux ruraux et touristiques. Par ailleurs, le capital nettement plus important qu'il faut dépenser dans ces communes pour acheter des biens plus chers et en moyenne plus grands devrait leur conférer un avantage face aux

particuliers. Sans parler du savoir-faire nécessaire lors la construction en zone urbaine qui est plus répandu chez les propriétaires professionnels. Cette ventilation régionale montre également que les coopératives d'habitation sont avant tout un phénomène urbain. Dans les villes, les coopératives possèdent tout juste 9% (centres) voire 15% (grands centres) des logements locatifs, alors qu'ils détiennent moins de 5% des biens locatifs dans d'autres types de communes. Les coopératives d'habitation interviennent donc surtout là où des logements sont très rares et particulièrement demandés. Par ailleurs, les préférences politiques de la population citadine dans les grands centres devraient également jouer un rôle majeur pour encourager ces bailleurs.

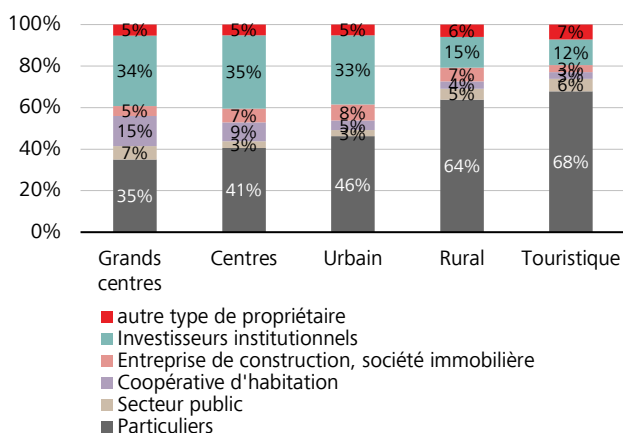
### Les investisseurs privilégient le neuf

Les différences entre les types de propriétaires ne se constatent pas seulement au plan régional. La comparaison selon l'année de construction révèle également des différences intéressantes. Ainsi, les biens construits avant la guerre appartiennent aux deux tiers aux particuliers et seulement à 18% aux investisseurs institutionnels (cf. graphique). Plus un logement est récent, plus grandes sont les chances qu'il leur appartienne. Pour les logements plus récents construits après 2000, ce sont les investisseurs institutionnels qui représentent le plus grand groupe de propriétaires à hauteur de 43%, tandis que les particuliers ne possèdent plus qu'un peu plus d'un tiers. Ici aussi, la raison principale devrait d'une part être le boom de la construction de logements de la dernière décennie fortement tiré par les investisseurs institutionnels sous pression et d'autre part la complexité réglementaire croissante en matière de construction. Les sociétés immobilières et entreprises de construction classiques sont



### Propriétaire selon le type de commune

Part de logements locatifs selon le type de propriétaire et de commune, 2022

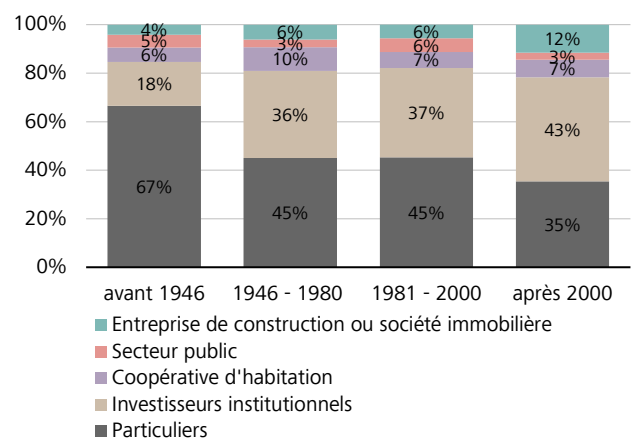


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



### Propriétaire selon l'âge du bâtiment

Part de lgts locatifs selon le type de prop. et l'âge, 2022

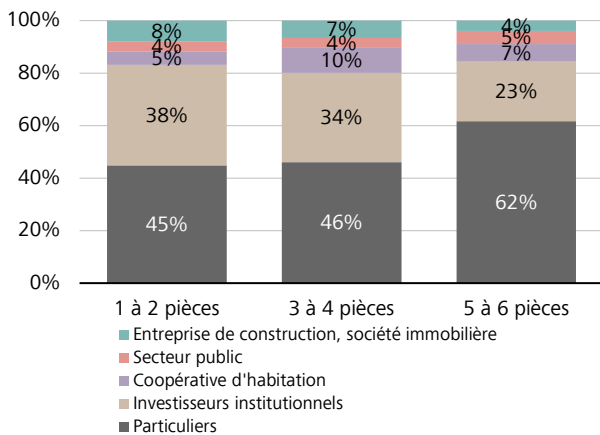


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



## Propriétaire selon taille du logement

Part de lgts locatifs selon le propriétaire et la taille, 2022

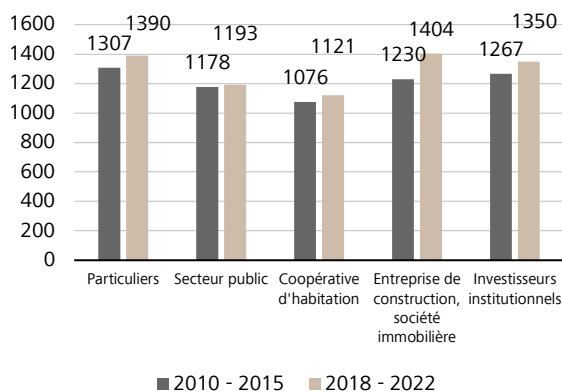


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



## Loyer selon type de propriétaire: dans l'ancien

Loyer mensuel selon le type de propriétaire, médiane, bien de référence: 80-110m<sup>2</sup>, au centre, plus de 20 ans

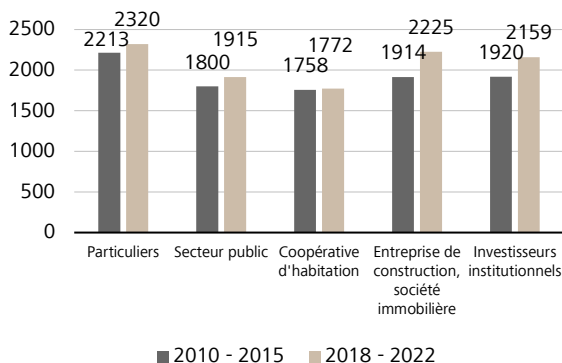


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



## Loyer selon type de propriétaire: dans le neuf

Loyer mensuel selon le type de propriétaire, médiane, bien de référence: 80-110m<sup>2</sup>, au centre, moins de 5 ans



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

elles aussi, sans surprise, moins fortement représentés dans le segment du neuf (12% des logements). En d'autres termes, les professionnels dominent de plus en plus le segment des nouvelles activités, confirmant ainsi la thèse du débordement ressenti par les quelques rares acteurs professionnels. Les parts de logements gérés en coopérative fluctuent en revanche bien moins. Avec près de 10%, ils sont un peu plus fortement représentés dans les biens construits entre la fin de la Seconde guerre mondiale et les années 1980.

### Les professionnels préfèrent les petits appartements

La répartition des propriétaires selon la taille des logements reflète également les différentes préférences (cf. graphique). Les ménages privés sont avant tout présents dans le segment des appartements de grande taille avec 5 à 6 pièces, tandis que les professionnels dans les surfaces moyennes (3 à 4 pièces) et petites (1 – 2 pièces). Outre la préférence pour les rendements plus attrayants au mètre carré pour les petits logements, ceci devrait aussi s'expliquer par les tendances suscitées au niveau de la propriété d'autres biens. En se concentrant plus fortement sur les emplacements urbains et les biens plus récents, ces acteurs évoluent davantage dans les segments caractérisés par de plus petites surfaces. En revanche, les coopératives sont plus fortement représentées dans le segment des moyens à grands logements qui seraient inabornables pour de nombreux ménages, particulièrement en zone urbaine.

### Le plus abordable, c'est en coopérative

Outre ces conséquences plutôt structurelles des différentes conditions-cadres et des intérêts des propriétaires de biens locatifs, on observe également de grandes différences dans les comportements face aux locataires, en particulier lors de la fixation des loyers. Un appartement en coopérative, dans de l'ancien, en ville, d'une superficie de 80 à 110 m<sup>2</sup> coûte ainsi un peu plus de CHF 1'100 par mois (cf. graphique). Par ailleurs, les biens locatifs relevant du secteur public sont relativement abordables à hauteur de CHF 1'200. Face aux trois types de propriétaires privés qui demandent en moyenne près de CHF 1'400 pour cet appartement, cela correspond à une remise de 21% voire 14%. Elle devrait en partie s'expliquer par des différences dans l'emplacement, l'état et la qualité des biens sous gestion typique. Pour les acteurs orientés rendement, la marge de manœuvre semble trop limitée dans ce marché pour faire apparaître de nettes différences dans la structure des loyers entre différents propriétaires. Dans le segment du neuf aussi, il existe de nettes différences entre les biens locatifs détenus par l'état ou les coopératives et ceux se trouvant en possession d'acteurs de l'économie privée. Un appartement en ville construit ces cinq dernières années coûte en moyenne CHF 1'800

## Gros plan

en coopérative et près de CHF 1'900 dans le secteur public. Cela correspond à une remise de 19% voire de 17% par rapport aux appartements nettement plus chers proposés par les ménages privés. Dans le neuf aussi, les différences de loyers entre particuliers et professionnels opérant sur le marché du logement sont limitées.

### Hausse généralisée des loyers

La comparaison des loyers moyens pour un appartement de ville typique à différentes périodes révèle une hausse généralisée des loyers pour tous les types de propriétaires (cf. graphique en bas de la page précédente). Et ce à la fois dans l'ancien et le neuf. Sans surprise, la plus faible hausse a été enregistrée pour les loyers de logements en coopératives et détenus par l'Etat. Dans l'ancien, entre les deux périodes d'observation (2010 - 2015 et 2018 - 2022), les loyers moyens ont augmenté de 4,2% voire 1,2%, alors qu'ils ont augmenté de près de 6,5% chez les ménages privés et les investisseurs institutionnels. La hausse la plus forte a été enregistrée chez les sociétés immobilières et les entreprises de construction classiques avec plus de 14% dans l'ancien. Dans le neuf aussi, la dynamique des loyers s'inscrit à la hausse avec une augmentation nettement plus forte des loyers, ce qui devrait avant tout résulter de la flambée des prix des terrains ces dernières années. Les investisseurs institutionnels ont augmenté les loyers de plus de 12% et les sociétés immobilières et des entreprises de construction classiques même plus de 16%. Même le secteur public ne semble pas avoir pu se soustraire à la hausse des coûts de production puisque les loyers demandés pour le neuf ont également progressé de plus de 6%.

En revanche, il semblerait que les coopératives aient échappé à la pression des prix dans le neuf, dans la mesure où les loyers ont augmenté de tout juste 1%. L'explication réside potentiellement dans les conditions préférentielles attrayantes, voire les subventions lors de l'achat de terrain en zone urbaine ainsi qu'une forte concentration sur les travaux de rénovation et de remplacement.

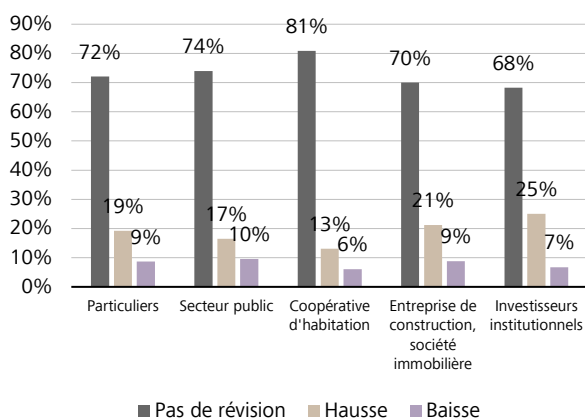
### En règle générale, les loyers n'augmentent pas lors d'un changement de locataire

Les hausses de loyers en Suisse, à quelques exceptions près, ne sont fondamentalement possibles qu'en cas de changement de locataires. Particulièrement aux très bons emplacements où les loyers de marché augmentent d'année en année, il faut se servir du changement de locataire pour procéder à une révision à la hausse du loyer. Les bailleurs institutionnels semblent fréquemment profiter de cette opportunité pour optimiser les rendements (cf. graphique), ces dernières années, ils ont ainsi augmenté le loyer dans 25% des cas. Les entreprises de construction et sociétés immobilières et les particuliers ont augmenté les loyers dans près d'un cinquième des situations. En revanche, dans les coopératives, seuls 13% des changements de baux ont subi une hausse. Bien sûr, un changement de locataire peut également donner lieu à une révision à la baisse des loyers. Cela devrait notamment être le cas lorsque les logements se louent difficilement en raison de leur état ou de leur emplacement. A cet égard, le secteur public, les particuliers et les sociétés immobilières tendent à plus souvent être enclins à faire des compromis.



### Révision du loyer lors d'un changement de locataire

Part des logements avec révision du loyer lors d'un changement de locataire. Période d'observation: 2018 - 2022

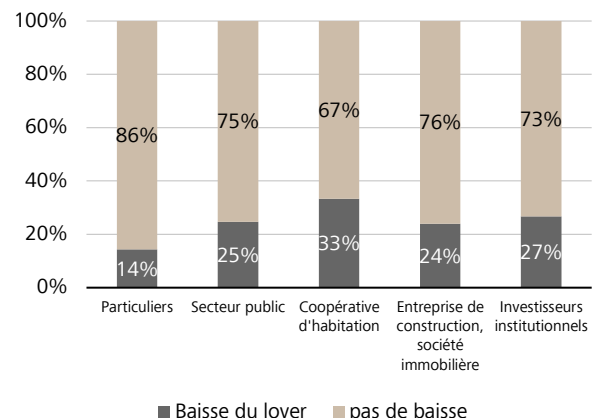


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



### Baisse des loyers après baisse du taux de référence

Logement avec baisses des loyers sur les quatre trimestres après la dernière baisse du taux de référence (03.03.2020)



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

### Le taux de référence répercuté de manière variée

Comme nous l'avons évoqué en introduction, le mécanisme relevant du droit de bail visant à répercuter l'évolution des coûts de financement suscite actuellement des débats très animés. Car le taux de référence hypothécaire relevé en juin pour la première fois de son histoire permet à partir d'octobre de réviser à la hausse de nombreux baux. Or, comme à l'heure actuelle, nous manquons encore d'expérience avec un relèvement du taux de référence, il est difficile d'évaluer l'étendue des hausses de loyers à venir. Fondamentalement, une hausse devrait être envisageable suite au relèvement du taux de référence et du renchérissement cumulé pour près de la moitié des baux existants (cf. Chapitre Locatif, [Immobilier Suisse 1T 2023](#)). Les différents types de bailleurs devraient y réagir différemment. On peut en présager à l'aune de leur comportement lors des baisses de taux précédentes (cf. graphique à la page précédente). Suite à la baisse en mars 2020, une révision à la baisse du loyer avait été enregistrée dans près de 20% de tous les baux existants, avec de loin, les baisses les plus fréquentes dans les coopératives. Le principe du loyer basé sur les coûts devrait en l'occurrence avoir été déterminant. Or, chez les bailleurs institutionnels, les sociétés immobilières classiques et dans le secteur public aussi, la baisse des coûts de financement a été plus fortement répercutée que dans la moyenne nationale. En revanche, les baisses étaient très rares chez les ménages privés. Outre la répercussion fréquemment automatique des taux chez les propriétaires professionnels, ce qui devrait avoir joué un rôle est la plus grande hésitation à réclamer une baisse du loyer, ce qui est certainement plus facile face à un gestionnaire anonyme que face à un bailleur connu. De nombreux locataires devraient ainsi accorder la priorité à une relation harmonieuse et l'espoir de compréhension en cas d'éventuels problèmes. Par conséquent, les loyers de logements ayant pour propriétaires des particuliers devraient également être mieux à l'abri des hausses. D'une part, en raison de la plus faible probabilité qu'une hausse des loyers soit admissible. D'autre part, le mécanisme «social» déjà cité devrait également fonctionner dans l'autre sens. Plus que les bailleurs professionnels, les particuliers tendront à fuir les conflits potentiels et les obstacles administratifs d'une révision à la hausse des loyers. Quant aux entreprises orientées rendements, dans leur grande majorité, elles feront probablement usage de leur droit. En effet, elles doivent principalement rendre des comptes à leurs membres, leurs clients et actionnaires et ne pas augmenter les loyers serait

fondamentalement contraire à leurs intérêts. Les baux reposant sur le principe du loyer basé sur les coûts devraient également être sujets à une révision à la hausse, puisque l'augmentation des frais de financement doit être directement répercutée sur les locataires.

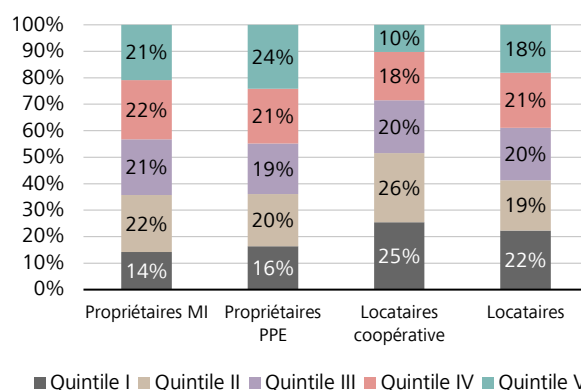
### Occupation plus dense des logements en coopérative

L'analyse des loyers montre clairement la grande attractivité des logements en coopératives du point de vue des locataires. La renonciation délibérée aux rendements par le biais des loyers basés sur les coûts ainsi que les aides au financement officielles et conditions préférentielles lors de l'achat de terrain permet à ces bailleurs de demander des loyers qui sont souvent nettement en-dessous du prix du marché. L'encouragement du logement abordable est par conséquent également liée au respect de critères d'utilité publique. Outre le loyer basé sur les coûts, il faut dans certains cas également satisfaire les règles concernant la densité d'occupation, l'âge ou le statut social des occupants. Par ailleurs, les coopératives s'engagent souvent spontanément à sélectionner les locataires selon des critères sociaux. Ainsi, la ventilation des locataires selon les catégories de revenus (cf. graphique) montre également que dans les logements en coopérative, il y a plus de ménages aux revenus inférieurs, tandis que ceux vivant hors des structures coopératives se répartissent assez précisément le long des quantiles de revenus. Pour ce qui est de l'usage le plus



### Revenus selon le type d'habitant

Part des habitants selon le type de logement et le quantile de revenu (revenu équivalent), 2019



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

## Gros plan

économique possible de l'espace habitable, la solution la plus efficace est offerte par la coopérative: chaque habitant n'y consomme qu'environ 37 m<sup>2</sup> de surface habitable, alors que les locataires ayant souscrit à d'autres baux nécessitent 5 m<sup>2</sup> de plus et les propriétaires de PPE même 17 m<sup>2</sup> de surface en plus par occupant (cf. graphique). Même dans une perspective de densification, l'encouragement de cette solution devrait produire les résultats escomptés.

### Un logement abordable, ce n'est pas gratuit

Les logements gérés par le secteur public ou les logements d'utilité publique paraissent plus intéressants que ceux proposés par d'autres prestataires. Les logements abordables sont précisément proposés là où ils sont requis de toute urgence. En outre, leur attribution est plus efficace et conformément aux souhaits, plus fréquemment proposée à des ménages à faibles revenus. Or, il ne faut pas oublier que l'encouragement de la construction de logements d'utilité publique n'est pas gratuite. Les aides et les subventions, sous quelque forme que ce soit, ont un coût pour le contribuable. Quasiment tous ceux qui n'ont pas accès à un tel logement, financent donc indirectement les avantages d'autres locataires. Aussi longtemps que ce sont des ménages modestes qui en profitent, il n'y a rien à redire. Or, ce soutien se fait au prix d'importants effets d'entraînement. Près de la moitié des locataires de logements coopératifs sont issus des trois quintiles de revenus supérieurs (cf. graphique dernière page) et n'ont pas besoin d'aides. Par ailleurs, le fait que ces loyers soient nettement moins chers que les loyers du marché effectifs, non exigés devrait également générer un certain nombre d'incitations erronées. Il suffit de jeter un regard à la répartition de la durée

de location pour voir que les locataires de logements sociaux et coopératifs sont nettement moins mobiles (cf. graphique). Des facteurs tels que la plus forte représentation de ménages modestes ou la loyauté accrue par la participation à la gestion coopérative y jouent certainement un rôle. Or, après avoir profité une fois de ces loyers abordables, les ménages seront peu enclins à les quitter de nouveau – même lorsque leurs circonstances de vie auront changé.

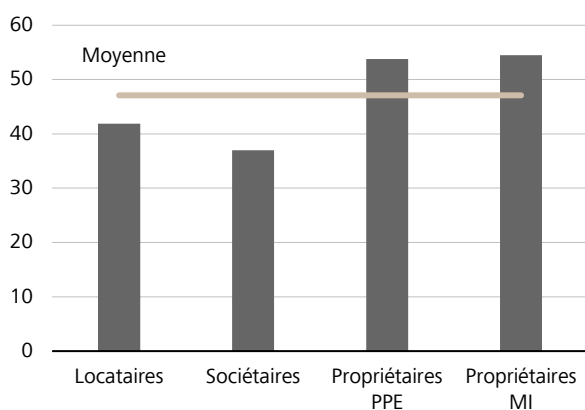
### L'accès au logement requiert tous les acteurs

Les acteurs non orientés rendement apparaissent à bien des égards comme les « meilleurs » bailleurs. Dans le cadre d'une analyse globale du marché, il ne s'agit toutefois que d'un segment de niche, en outre pas toujours à la disposition de tous les ménages. Or, ces bailleurs permettent de toute évidence d'obtenir des résultats souhaitables sur le plan socio-politique. En particulier aux emplacements urbains très prisés, il devrait être pratiquement impossible de parvenir à une bonne mixité socio-politique sans intervention étatique. A cet égard, les bailleurs jouent un rôle très important dans notre accès au logement – surtout pour les membres les plus défavorisés de notre société. Toutefois, il se pose la question de savoir si l'encouragement spécifique du sujet – donc un soutien direct des ménages dans le besoin – ne permettrait pas d'obtenir de meilleurs résultats que le soutien au bien, moyen employé aujourd'hui. Une question d'autant plus justifiée que la transparence des subventions indirectes versées aux bailleurs de logement d'utilité publique laisse beaucoup à désirer. Les études montrent que renoncer à octroyer des terrains constructibles aux prix du marché et aux rentes de droit de superficie s'accompagne de coûts d'opportunité élevés.



### Densité d'occupation

Nombre de m<sup>2</sup> de surface d'habitation par habitant, selon le type d'habitant, 2022

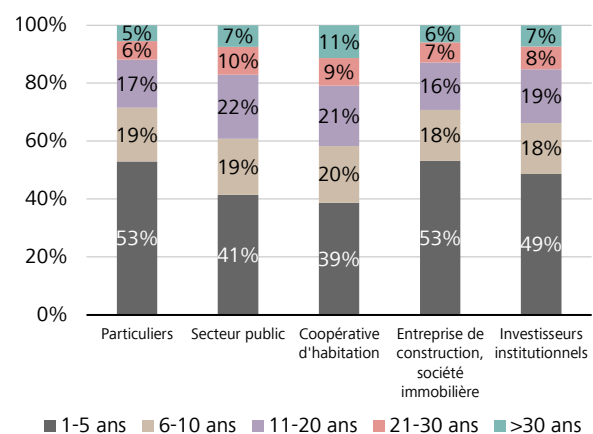


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



### Durée de location

Répartition de la durée de location des baux en cours selon le type de propriétaire, 2018-2022



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



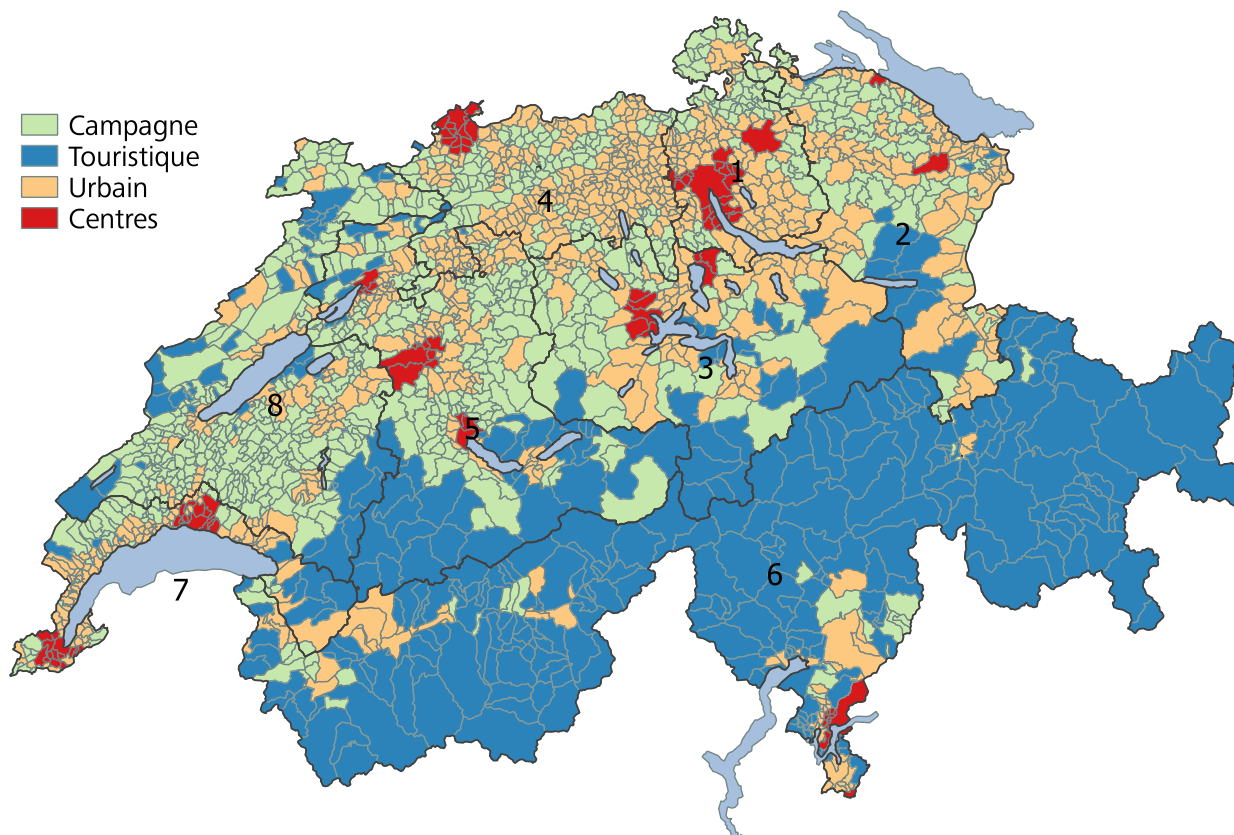
## Gros plan

---

Ces moyens pourraient cibler les ménages modestes grâce à un encouragement du sujet – c’est-à-dire par le biais d’allocations logement – et même découpler l’effet. Aussi longtemps qu’il n’y aura pas plus de clarté sur le coût de l’encouragement des bailleurs de logement d’utilité publique, ces derniers apparaîtront certes comme les «meilleurs» bailleurs mais pas les plus efficaces. Nonobstant, l’accès au logement de la population au sens large restera dans un futur proche principalement confiée à des acteurs économiques privés qui jouent un rôle sociétal non négligeable et dont les intérêts ne peuvent pas être ignorés. Les défis majeurs

actuels sur le marché locatif ne seront en tous cas pas résolus en montant les différents participants au marché les uns contre les autres. Car la pénurie de terrain constructible, la hausse des coûts de construction et de financement, le flux d’oppositions ou les problèmes liés au droit de bail et au droit de la construction concernent en fin de compte tous les acteurs du marché locatif. La discussion publique sur le mode de fonctionnement de ce dernier devrait par conséquent surtout par conséquent surtout se concentrer sur la résolution de ces problèmes structurels.

## Types de communes et régions



	Taux de vacance (2022) en %					Permis de construire (2022) en % du portefeuille des logements				
	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	1.3	0.8	1.6	1.5	1	0.8	0.7	1	0.8	0.6
1 Zurich	0.7	0.4	1	1.2	-	1	0.7	1.2	1	-
2 Suisse orientale	1.6	2.2	1.6	1.2	1.1	1	0.6	1.1	1	0.5
3 Suisse centrale	0.8	0.8	0.8	0.9	0.7	0.9	0.6	1	1.1	0.8
4 Nord-ouest	1.6	1.1	1.9	1.5	3.5	0.8	0.7	0.9	0.9	0.4
5 Berne	1.4	0.9	2	1.7	1	0.6	0.4	0.8	0.5	0.4
6 Suisse méridionale	1.9	3.9	2.7	2.5	1	0.8	0.8	1.1	1.1	0.6
7 Région du Léman	0.7	0.5	0.9	1.5	1.3	0.8	0.9	0.6	0.5	1
8 Suisse occidentale	2	-	2.2	1.8	1.1	1	-	1.2	0.7	0.4

	Population (2021) Pop. résidente en perm., total et en %					Revenu imposable (2018) Moyenne, en CHF				
	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	8'738'791	30.2	49.5	14.2	6.1	62'000	65'000	63'000	56'000	48'000
1 Zurich	1'648'657	49.7	43.7	6.5	-	71'000	72'000	70'000	64'000	-
2 Suisse orientale	958'205	10.3	70.2	17.5	2	56'000	54'000	57'000	56'000	47'000
3 Suisse centrale	862'138	26.9	51.6	17.6	3.9	73'000	74'000	78'000	58'000	60'000
4 Nord-ouest	1'461'637	23.7	66.5	9.7	0.1	63'000	70'000	61'000	60'000	74'000
5 Berne	1'040'083	35.6	38.9	20.1	5.3	53'000	55'000	53'000	49'000	50'000
6 Suisse méridionale	825'715	11.6	40.3	6.3	41.9	49'000	63'000	50'000	45'000	46'000
7 Région du Léman	1'117'420	60.7	30.6	4.9	3.9	67'000	60'000	84'000	75'000	50'000
8 Suisse occidentale	824'936	-	52.7	42.8	4.5	53'000	-	53'000	54'000	51'000

## Abréviations employées

<b>ARE</b>	Office fédéral du développement territorial	<b>OFS</b>	Office fédéral de la statistique
<b>AFC</b>	Administration fédérale des contributions	<b>OFL</b>	Office fédéral du logement
<b>BNS</b>	Banque nationale suisse	<b>REIDA</b>	Real Estate Investment Data Association
<b>DFF</b>	Département fédéral des finances	<b>SECO</b>	Secrétariat d'Etat à l'économie
<b>EMF</b>	European Mortgage Federation	<b>SEM</b>	Secrétariat d'Etat aux migrations
<b>FINMA</b>	Autorité de surveillance des marchés	<b>SFP</b>	Swiss Finance and Property
<b>FRED</b>	Federal Reserve Economic Research Database	<b>SRED</b>	Swiss Real Estate Datapool
<b>KOF</b>	Centre de recherches conjoncturelles	<b>SSE</b>	Société suisse des entrepreneurs
<b>ODR</b>	Ancien Office fédéral des réfugiés	<b>OCDE</b>	Organisation de coopération et de développement économiques

## Mentions légales importantes

### Ceci n'est pas une offre

Les contenus publiés dans le présent document sont mis à disposition uniquement à titre d'information. Par conséquent, ils ne constituent ni une offre au sens juridique du terme, ni une incitation ou une recommandation d'achat ou de vente d'instruments de placement. La présente publication ne constitue ni une annonce de cotation ni un prospectus d'émission au sens des articles 652a et 1156 CO. Seul le prospectus de cotation présente les conditions intégrales déterminantes et le détail des risques inhérents à ces produits. En raison de restrictions légales en vigueur dans certains Etats, les présentes informations ne sont pas destinées aux ressortissants ou aux résidents d'un Etat dans lequel la distribution des produits décrits dans la présente publication est limitée. Cette publication n'est pas destinée à fournir au lecteur un conseil en placement ni à l'aider à prendre ses décisions de placement. Des investissements dans les placements décrits ici ne devraient avoir lieu que suite à un conseil approprié à la clientèle et/ou à l'examen minutieux des prospectus de vente contraignants. Toute décision prise sur la base de la présente publication l'est au seul risque de l'investisseur.

### Exclusion de responsabilité

Raiffeisen Suisse société coopérative fait tout ce qui est en son pouvoir pour garantir la fiabilité des données présentées. Cependant, Raiffeisen Suisse société coopérative ne garantit pas l'actualité, l'exactitude et l'exhaustivité des informations divulguées dans la présente publication. Raiffeisen Suisse société coopérative décline toute responsabilité pour les pertes ou dommages éventuels (directs, indirects et consécutifs) qui seraient causés par la diffusion de cette publication ou de son contenu, ou liés à cette diffusion. Elle ne peut notamment être tenue pour responsable des pertes résultant des risques inhérents aux marchés financiers.

### Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière

Cette publication n'est pas le résultat d'une analyse financière. Par conséquent, les «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers (ASB) ne s'appliquent pas à cette publication.